

## La delgada línea roja<sup>1</sup>

**Marcelo Capello**  
[mcapello@ieral.org](mailto:mcapello@ieral.org)

Las finanzas públicas nacionales se ven diferente según la lente que usemos. Si lo hacemos con una visión de largo plazo, se aprecia que en los últimos 50 años el sector público argentino mostró sólo 14 años con superávit primario, y 71% de ellos se dieron en los últimos 10 años. Si lo que se analiza es el resultado financiero, nos encontramos con sólo 7 años con superávit en medio siglo, todos en los últimos 10 años. Así enfocado, Argentina muestra un gran progreso en el manejo de sus cuentas públicas.

Si lo analizamos con una visión más corta, se percibe que el sector público nacional ha ido perdiendo su superávit primario en los últimos años, desde 3,9% en 2004 a virtualmente cero cuando termine 2011, aún frente a un pocas veces visto favorable contexto externo, y con el uso de cuantiosos recursos extraordinarios en la última década (impuestos nuevos, estatización de AFJP y uso de utilidades de BCRA y ANSES). Si no se hubiese echado mano a tales recursos extraordinarios, a julio de 2011 hubiese exhibido un déficit primario de casi 7 puntos del PIB. En materia de política contracíclica, todavía seguimos sin aprobar el examen.

Para 2011, en IERAL se presentan 3 escenarios para el resultado primario, en función de cómo evolucione el gasto en los últimos meses: Si el gasto aumenta inercialmente como en la primera parte del año, el resultado primario será 0,03% del PIB (crecimiento del

---

<sup>1</sup> Versiones de esta nota fueron publicadas en el diario La Voz del Interior el 11 de Septiembre y en el diario Ambito Financiero el 14 de Septiembre



gasto de 34,3%). Si el gasto se acelera en los últimos meses y anualmente se incrementa un 36,6%, a fin de año existirá un déficit primario de 0,15% del PIB. Si en los últimos meses el gasto se modera (aumenta 31,7% en el año), se tendría un superávit de 0,25% del PIB. Tal resultado incluye contabilizar utilidades del BCRA como ingresos.

En rigor de verdad, también han existido gastos extraordinarios, que deberían ir perdiendo importancia en los próximos años. Los más importantes son los subsidios a empresas de energía, transporte y otros, que a julio de 2011 llevaban acumulados 47 mil millones de pesos, cuando en todo 2010 se gastaron 48 mil millones con ese fin (eran 6,5 mil millones en 2006). Se trata de la gran amenaza, así como también la mayor oportunidad para las finanzas nacionales, luego veremos por qué.

### **Un estrecho desfiladero fiscal**

Si bien al final de 2010 la deuda pública nacional sumaba similar porción del PIB que en 2000 (45%), existen ahora dos grandes ventajas en materia de endeudamiento con relación a la década del noventa: un 47% de la deuda es con el mismo sector público, por ende fácilmente refinanciable, y un 41% del total se halla expresada en moneda local. La mala noticia es que para pagar deudas difícilmente puedan disponerse de reservas excedentes del BCRA en 2012 (no más de US\$ 2.000 millones, según estimación IERAL), cuando en 2011 se usarán alrededor de 9.600 millones de dólares.

¿Existe algún escenario para los próximos años en que se cumpla con los servicios de deuda sin tener que recurrir nuevamente a los mercados voluntarios de deuda? Si, pero implica desacelerar el crecimiento del gasto. Por ejemplo, un aumento de no más del 18% nominal en 2012 (similar al incremento en materia salarial que en los últimos días comenzó a escucharse en los medios). Ambas posibilidades, junto a una moderación en la tasa de crecimiento en la cantidad de dinero, deberían ser los pilares de una estrategia para bajar gradualmente y en forma coordinada la inflación a partir del año próximo.

Dada la porción de vencimientos de deudas que se podrían refinanciar y algunas fuentes adicionales de financiamiento propio todavía existentes, el sector público nacional necesita

volver a ubicar su superávit primario en torno al 1% anual durante el próximo gobierno, para evitar tener que volver a los mercados voluntarios de deuda (en promedio, durante 2012 – 2015 vencen servicios de deuda por el equivalente al 4% anual del PIB).

No obstante, si se desea generar espacio para otros objetivos fiscales más ambiciosos, aunque absolutamente deseables, como bajar impuestos o conformar un fondo anticrisis, por ejemplo, debería adicionalmente comenzarse a recortar el voluminoso gasto en subsidios a empresas de energía, transporte y otras, llevándolo desde poco más del 4% del PIB actual a los niveles del año 2006 (1%).

Adicionalmente, ante la necesidad de arreglar con el Club de París, y las consecuencias sobre el gasto provisional que podrían tener los reclamos judiciales por haberes mal calculados (Caso Badaro y otros), debería también contemplarse el regreso a los mercados voluntarios de crédito, aunque con la precaución de hacerlo en forma fiscalmente sustentable en el tiempo.

De modo que el combo fiscal debiera prever desaceleración en el crecimiento del gasto, desactivar gradualmente los subsidios a empresas y la vuelta a los mercados voluntarios de crédito. Son ambiciosos los objetivos y muchas las restricciones, pero no es poco pensar que Argentina tiene la posibilidad de lograrlo, si decide enfilar por un estrecho desfiladero en que se requerirá de un gran sentido del equilibrio, no sólo fiscal.

### Recursos Extraordinarios: Reversibles y No Reversibles

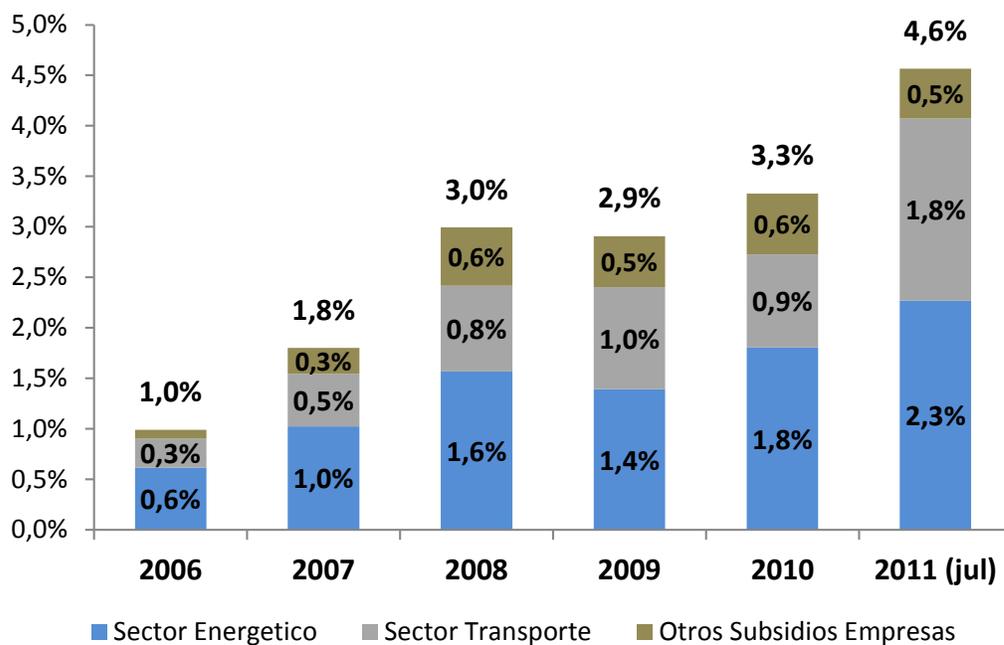
(En % del PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (jul)
<b>Superávit Primario</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,3%</b>
<b>Extraordinarios</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,0%</b>
No Reversibles (AFJP y DEG)					1,0%	0,2%	2,1%	1,3%	1,3%
Reversibles	4,0%	4,0%	4,1%	4,0%	4,5%	5,9%	5,7%	7,0%	6,7%
Distorsivos (IDCB y DE)	4,0%	4,0%	4,1%	4,0%	4,4%	5,4%	4,6%	5,0%	4,9%
Indeseables (Rentas BCRA y ANSES)					0,1%	0,5%	1,1%	2,0%	1,7%
<b>Superávit Primario Neto</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-6,7%</b>

### Erogaciones Extraordinarias: Reversibles y No Reversibles (millones de \$)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (jul)
<b>Gasto Primario</b>	<b>96.971</b>	<b>138.355</b>	<b>186.606</b>	<b>242.929</b>	<b>325.374</b>	<b>228.943</b>
<b>Gasto Extraordinarios</b>	<b>6.952</b>	<b>19.377</b>	<b>47.352</b>	<b>48.386</b>	<b>72.886</b>	<b>66.885</b>
No Reversibles	465	4.750	16.444	15.080	24.854	19.963
AUH Neta				1.214	5.575	1.726
Moratorias Jubilatorias	465	4.750	16.444	13.866	19.279	18.237
Reversibles	6.487	14.627	30.908	33.306	48.032	46.922
Subsidios a Empresas	6.487	14.627	30.908	33.306	48.032	46.922
<b>Gasto Extraordinarios/Gasto Primario</b>	<b>7,2%</b>	<b>14,0%</b>	<b>25,4%</b>	<b>19,9%</b>	<b>22,4%</b>	<b>29,2%</b>

### Subsidios a Empresas (En % del PIB)



## Acreeedores de la Deuda del Sector Público Nacional

	Mill de US\$	% del Total	% del PIB
<b>Total Deuda Pública</b>	<b>164.330</b>	<b>100,0%</b>	<b>45,3%</b>
Agencias del Sector Público	76.973	46,8%	21,2%
Organismos Internacionales	17.746	10,8%	4,9%
Club de París	6.298	3,8%	1,7%
Sector Privado	63.314	38,5%	17,4%

## Vencimientos Estáticos de Servicios de la Deuda del Sector Público Nacional

### En Situación de Pago Regular (Incluye estimación Cupón PIB)

En Millones de US\$ - Datos al 31/12/10

	2011	2012	2013	2014	2015	Total	
<b>Vencimientos Totales (sin BCRA, con Cupón PIB)</b>	<b>22.374</b>	<b>16.810</b>	<b>16.679</b>	<b>19.279</b>	<b>19.366</b>	<b>94.508</b>	<b>100,0%</b>
<b>En Poder de Agencias Públicas</b>	<b>11.548</b>	<b>6.487</b>	<b>7.485</b>	<b>7.949</b>	<b>6.249</b>	<b>39.718</b>	<b>42,0%</b>
En Moneda Extranjera	4.909	2.063	2.611	1.154	2.135	12.872	13,6%
En Pesos	6.639	4.424	4.874	6.795	4.114	26.846	28,4%
<b>Con Organismos Internacionales</b>	<b>2.090</b>	<b>2.099</b>	<b>1.932</b>	<b>1.830</b>	<b>1.719</b>	<b>9.669</b>	<b>10,2%</b>
<b>En Poder del Sector Privado</b>	<b>8.736</b>	<b>8.225</b>	<b>7.263</b>	<b>9.500</b>	<b>11.397</b>	<b>45.121</b>	<b>47,7%</b>
En Moneda Extranjera	6.448	5.753	4.555	3.916	8.887	29.559	31,3%
En Pesos	2.289	2.472	2.708	5.584	2.510	15.562	16,5%

	2012	2013	2014	2015	Promedio	
<b>Total Servicios a Pagar</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Financiamiento</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,0%</b>	<b>100,0%</b>
Superávit Primario	0,8%	0,7%	0,9%	1,6%	1,0%	24,8%
Adelantos BCRA Adicional	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	10,2%
Reservas Excedentes BCRA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ref. Sector Público	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	51,6%
Ref. Org Internacionales	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	13,4%
<b>Saldo a Refinanciar</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
En Moneda Extranjera	1,0%	1,0%	1,0%	1,9%	1,2%	30,9%
En Pesos	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,9%	-1,2%	-30,9%