



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

***“La Situación Fiscal
y el Pago de la Deuda
con o sin***

***Fondo del
Desendeudamiento ”***

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Marzo
2010**

40 1970 - 2010
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso I Trim 2010: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

“La Situación Fiscal y el Pago de la Deuda con o sin Fondo del Desendeudamiento”

Por Ramiro Castiñeira¹

La creación del “Fondo del Bicentenario” mediante un decreto, desató una crisis política e institucional que tiene como telón de fondo la independencia del Banco Central.

Al margen de los pormenores del conflicto, la reciente derogación del polémico decreto por su nueva versión fragmentada en el “Fondo del Desendeudamiento”, junto al decreto que habilita el pago a Organismos con reservas, igualmente encuentra al Gobierno ante la necesidad de conseguir los votos necesarios en alguna de las cámaras que permita convertir el primero de ellos en ley.

Entre ambos decretos se dispone del uso de u\$s6.500 millones de las reservas del BCRA, para afrontar los pagos de la deuda pública en 2010. La magnitud representa el 13,5% del actual stock de reservas, y es equivalente al 1,8% del PBI.

El monto no es significativo cuando se advierte el total de activos externos en poder del BCRA, además de un superávit comercial que promete duplicarlo en magnitud. Más aún, en dicho contexto la estrategia de desendeudarse con reservas para evitar refinanciarse con tasas superiores al 13% anual, es racional en lo financiero. No obstante, su instrumentación es entendida como un avance sobre las instituciones, además que deja al descubierto la falta de crédito como de superávit primario para afrontar el pago de la deuda.

En efecto, la recesión económica internacional donde Argentina no fue la excepción, junto a la sequía que afectó a la mayor parte del país, restaron cuantiosos recursos tributarios al Estado en 2009. Sobre

ello se sumó una política fiscal expansiva que oportunamente buscó atenuar el impacto de la crisis sobre el nivel de actividad. Menores recursos y un mayor nivel de gasto se combinaron para pasar de un superávit primario de 2,7% del PBI en 2008, en un déficit de 0,4% del PBI en 2009.

En 2010 el ciclo económico mundial se revierte apuntalado por los estímulos fiscales y monetarios de EE.UU., China y Europa. A nivel local se suma el estímulo fiscal propio, la recuperación de los niveles de cosecha y una menor salida de capitales de la economía. El contexto de recuperación económica permitirá al Gobierno recomponer buena parte de la recaudación tributaria perdida en la parte baja del ciclo. Ahora bien, los mayores ingresos fiscales no necesariamente conllevarán un incremento en el superávit fiscal, conforme el ritmo al que evoluciona el gasto público, aún pasado lo peor de la crisis.

En suma, el presente informe busca realizar un análisis de la situación fiscal y financiera del Gobierno Nacional, con el objetivo de estimar no sólo cuales son las necesidades de financiamiento este año, sino también el impacto económico dependiendo de los distintos caminos que se tome para afrontarlos, con o sin el “Fondo del Desendeudamiento”.

1. DESCIFRANDO LAS CUENTAS FISCALES

El Cuadro 1 refleja la evolución de las cuentas fiscales del Gobierno Nacional tal como se publica oficialmente para el

¹ E-mail: rcastineira@econometrica.com.ar



periodo 2008, 2009 y lo que esperamos para 2010.

Como consideramos que la metodología oficial no refleja el resultado operativo del Gobierno dado que se registran ingresos que en rigor son fuentes de financiamiento del déficit del periodo, debajo del cuadro identificamos estos “*ingresos extras*”.

Esta metodología permite saber el resultado operativo de las cuentas públicas, y por lo tanto, su impacto sobre el nivel de actividad económica, como también la magnitud del déficit fiscal a financiar.

El Gobierno informó que el resultado fiscal de 2009 cerró con un superávit primario de \$17.200 millones de pesos, equivalente a 1,5% del PBI. La mitad respecto a los tres puntos del PBI que se había alcanzado en 2008.

Ahora bien, si de los ingresos que anuncia el Gobierno se excluyen la transferencia de los DEG's que hizo el FMI a todos sus países miembros, las “*utilidades del BCRA*” y las “*utilidades del ANSES*”, entonces los ingresos públicos disminuyen en un total de \$22.100 millones de pesos.

Estas tres fuentes de financiamiento no corresponde que estén considerados como ingresos operativos por diferentes motivos:

- Los DEG's del FMI deben considerarse como un préstamo (a tasa cero y sin plazo específico de devolución) dado que el Gobierno debe devolverlos en el caso hipotético de que el país renuncie a ser miembro del FMI. Demás está decir que esta fue la metodología aplicada por el resto de los países miembros del Organismo.
- Las utilidades del BCRA, estaría bien publicarlas “*arriba de la línea*” (es decir, como un ingreso que surge de las operaciones operativas del sector público), si las mismas respondieran también a ganancias operativas del BCRA. Pero el

BCRA no dispone de ganancias operativas principalmente porque los ingresos financieros que obtiene por las reservas, los utiliza para el pago de intereses de sus principales pasivos no monetarios (LEBACs, NOBACs y Pases). Por lo tanto, calzado los ingresos y egresos financieros, las utilidades del BCRA de los últimos años sólo responden a la reevaluación del stock de reservas al nuevo tipo de cambio, generando una ganancia patrimonial medido en moneda local. La transferencia de estas “*ganancias*” no son otra cosa que el impuesto inflacionario, dado que es la inflación lo que (a la corta o a la larga), lleva a devaluar al BCRA².

- Por último, las “*utilidades del ANSES*” en su esencia son producto del rendimiento que generaron los títulos públicos en cartera, antes en manos de las AFJP. Pero los pagos que el Tesoro le hace al ANSES por la tenencia de títulos, es plata que sale por una ventanilla pública para inmediatamente entrar por otra, con más efecto contable que económico. Contabilizar estas ganancias como un ingreso del periodo lleva a la paradoja de que mientras más deuda pública esté en tenencia del ANSES, más recursos fiscales dispone el Gobierno, lo que lleva a sobreestimar el superávit primario del periodo³.

En suma, si al superávit primario anunciado por el Gobierno de \$17.200 millones, se le restan los \$22.100 millones de ingresos que no son operativos, se llega a un déficit fiscal primario de \$4.800 millones en 2009, equivalente al 0,4% del PBI. Es decir, el impacto de la crisis sumado a una política de gasto anticíclica, transformó un superávit de 2,7% del PBI en 2008, en un déficit primario del 0,4% del PBI en 2009.

² Ver Informe especial N°397 titulado: “[Volvió el Impuesto Inflacionario](#)”, por Ramiro Castiñeira. Econométrica S.A – Agosto 2008.

³ El resultado financiero no se vería afectado por el computo de los intereses que cobra el ANSES, dado que se netea el efecto.



Si bien la magnitud del déficit primario no es significativo recordando el contexto de crisis internacional con sequía local, vale advertir que el superávit de tres puntos del PBI era un pilar macroeconómico de la post convertibilidad que permitía asegurar el pago de la deuda con plena independencia de los mercados financieros.

El superávit fiscal y comercial aseguraban un marco macroeconómico sólido para el pago de la deuda, dado que el Gobierno disponía de los recursos fiscales para comprar los dólares provenientes del saldo comercial, y con ellos pagar el servicio de la deuda.

Sin el superávit fiscal, el esquema macroeconómico de la post convertibilidad perdió uno de sus pilares. Si bien el superávit comercial continúa presente (y constituye el principal activo macroeconómico al asegurar un flujo constante de dólares a la economía), lo cierto es que el Gobierno ya no dispone de recursos fiscales ni capacidad de endeudamiento (a tasas congruentes) para comprárselos al sector privado en forma genuina. Acorralado, apunta a la utilización de los stocks disponibles y al impuesto inflacionario.

2. FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT PRIMARIO Y EL PAGO DE LA DEUDA EN 2009

Entre el déficit fiscal (\$4.800 millones) y los servicios de la deuda contra el sector privado y Organismos (u\$s8.000 millones), el Gobierno necesitó financiamiento por u\$s9.300 millones en 2009 (Ver Cuadro 2).

El déficit primario de 0,4% del PBI el Gobierno lo monetizó mediante los pesos que el BCRA le transfirió por igual magnitud en concepto de “utilidades”. Ya advertimos no es otra cosa que la transferencia del impuesto inflacionario.

Para los pagos de la deuda en moneda local (que sumaban u\$s2.900 millones, de los u\$s8.000 millones), el 75% de ellos se financió mediante un incremento de los préstamos del Banco Nación por un total de \$8.400 millones.

Para financiar al Gobierno en tal magnitud, el Banco Nación no sólo tuvo que bajar su posición de Lebac, sino que además necesitó volcar todo el incremento de los depósitos a tal fin. Dicha política llevó la exposición al crédito público del Banco Nación al máximo permitido, según las reglamentaciones del BCRA (ver cuadro 3).

Los pagos en moneda extranjera sumaron u\$s5.100 millones en 2009. La transferencia de DEG's que hizo el FMI a todos sus países miembros y que a la Argentina le representó casi u\$s2.700 millones de dólares, fue un maná del cielo que permitió afrontar poco más de la mitad del servicio de la deuda en moneda extranjera. El resto el Gobierno lo afrontó con reservas que el BCRA le transfirió en concepto de Adelantos Transitorios (sin efecto monetario) por u\$s2.000 millones.

En suma, los guarismos ponen en evidencia que el financiamiento vía monetización sólo se limitó al déficit operativo de \$4.800 millones, equivalente a 0,4% del PBI. Los pagos de la deuda pública en pesos el Gobierno los financió con ahorro privado que obtuvo vía préstamos del Banco Nación, en tanto que para la deuda pública en moneda extranjera se utilizaron las reservas del BCRA (mediante DEG's y adelantos transitorios). El ANSES cerró ambas cuentas marginalmente con liquidación de activos en cartera.

Es decir, al margen de la deuda pública en dólares que su forma de financiamiento no tuvo efecto monetario, además de que respetó la carta orgánica del BCRA, vale resaltar que el pago de la deuda pública en pesos no se monetizó como el déficit fiscal, sino que se financió “genuinamente”, o por



lo menos, sin que ello implique una expansión de los agregados monetarios.

Carece de sentido un análisis del potencial impacto sobre los precios de la monetización del déficit de 2009, que dada la magnitud (0,4% del PBI) y el contexto económico recesivo, posiblemente resulte nulo.

Ahora bien, el 2010 se muestra diferente, el Banco Nación ya no podría continuar prestándole al Gobierno dado que ya está operando sobre el límite de exposición al crédito público, como tampoco tiene margen suficiente para disponer de reservas del BCRA vía Adelantos Transitorios en igual magnitud a todos los vencimientos en moneda extranjera.

3. EL DÉFICIT FISCAL 2010 Y LAS UTILIDADES DEL BCRA

El cuadro N1 detalla como esperamos que evolucionen las cuentas públicas en 2010. La reactivación económica mundial y de los niveles de cosecha en el plano local, permiten un sostenido rebote del nivel de actividad que llevará a recuperar los ingresos fiscales perdidos en la parte baja del ciclo, que supera más de un 1,7% del PBI.

Pese a esperar un mayor nivel de recaudación en términos reales, no incrementamos el superávit primario dado que descontamos será volcado a un mayor gasto público, incrementándose a un ritmo similar al del 2009 (27% en 2010 vs 30% en 2009).

Este escenario nos lleva a esperar un déficit fiscal primario de \$7.200 millones en 2010 (0,5% del PBI), magnitud levemente superior al observado en 2009 de \$4.800 millones (0,4% del PBI).

Nuevamente, el Gobierno contabilizará fuentes de financiamiento arriba de la línea con el objetivo de ocultar el déficit operativo del periodo. Si bien en 2010 no dispondrá de

nuevos DEG's para contabilizar, ello será más que compensado con la transferencia de “utilidades” provistas del BCRA que estimamos en \$16.000 millones, casi cuatro veces mayor a lo transferido en 2009.

El cuadro 4 permite discernir como el BCRA logra alcanzar este resultado. Como advertimos anteriormente, el resultado operativo del BCRA estuvo balanceado hasta 2008 antes de que las tasas internacionales bajen drásticamente, reduciendo a sólo 2% anual el rendimiento de las reservas internacionales el año pasado⁴. Producto de tasas internacionales nulas, el resultado operativo del BCRA resultó por primera vez deficitario en cerca de \$5.000 millones.

Pero el resultado se revierte al valuar las reservas internacionales a un mayor tipo de cambio. Los u\$s46 mil millones de reservas del BCRA promedio en 2009, y el incremento del tipo de cambio durante el año (de \$3,45 a \$3,80), generó ganancia patrimonial cercano a los \$16.500 millones. Contabilizando también los títulos en dólares en cartera, las ganancias por reevaluación de activos al nuevo tipo de cambio sumaron \$21.000 millones en 2009.

Ante un déficit operativo de \$5 mil millones y una ganancia por reevaluación de sus activos de \$21 mil millones, el BCRA informará que obtuvo ganancias por cerca de \$16 mil millones en 2009. Descontamos se transferirá al Tesoro este año. Demás está decir que estas “ganancias” son el reflejo de la pérdida de compra de la moneda local, o lo que es lo mismo, es “hacer caja” al impuesto inflacionario.

En suma, pese a que no dispone de los DEG's en 2010, el incremento en la transferencia de “utilidades” del BCRA, permitirá compensarlo y así el Gobierno reflejará que supuestamente mantiene el

⁴ Principalmente por la evolución del Oro y la relación dólar/euro.



resultado fiscal en \$17.400 millones como en 2009.

Pero la realidad indica que desde el 2009, tanto el Gobierno como el BCRA, ambos reflejan déficit operativos (chicos, por cierto) y entre ambos se reparten el impuesto inflacionario para cubrirlo.

4. EL FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT Y EL PAGO DE LA DEUDA EN 2010

Entre el déficit primario (\$7.200 millones) y el servicio de la deuda de u\$s6.700 millones (neto de todo vencimiento intra sector público, que sólo es contabilidad), el Gobierno necesitará financiamiento por u\$s9.100 millones en 2010, equivalente a 2,6% del PBI (Ver Cuadro 5).

La magnitud es similar a la del año pasado dado que si bien aumenta levemente el déficit primario esperado y el pago de intereses una vez concluido el inminente canje de deuda en default⁵, el efecto se compensa por el no pago de los Bonos PBI.

4.1. El Impacto monetario del pago de la deuda en pesos.

La necesidad de financiamiento en moneda local suma u\$s4.400 millones entre el déficit fiscal y el servicio de la deuda. Si bien el Gobierno podría financiarlo vía la emisión monetaria que dispone de las “*utilidades del BCRA*”, su impacto monetario rápidamente hará descartar esta opción.

En efecto, ya es todo un desafío para el BCRA sostener el tipo de cambio sin ayuda del Tesoro Nacional que no regula la demanda agregada con su superávit fiscal. De hecho, la falta de coordinación

macroeconómica fue la esencia del proceso inflacionario vivido los últimos años.

Pero en 2010 podría observar mayores dificultades en términos de inflación si el BCRA, además de emitir pesos para comprar el abultado superávit comercial, se propusiera a emitir pesos para financiar al Gobierno Nacional.

En números, por la compra de dólares el BCRA podría emitir \$28.000 millones este año. Ello suponiendo que compra u\$s7.000 millones, equivalente a la mitad del superávit comercial esperado. Si a ello se le suma la emisión de \$7.200 millones para cubrir el déficit fiscal del periodo, y además \$8.800 millones por el pago de la deuda en moneda local, la emisión total alcanzaría los \$44.000 millones de pesos.

Por supuesto, se podría argumentar que el BCRA anularía la mayor parte del efecto monetario absorbiendo mediante una mayor colocación de Lebacks. Pero vale advertir que en un contexto internacional donde las reservas no rinden, no haría más que incrementar el déficit cuasifiscal ya vigente.

El desborde inflacionario o el notable deterioro del balance del BCRA, posiblemente hará descartar ese camino.

Ello conducirá más pronto que tarde a que el Tesoro nuevamente recurra al ahorro privado en el sistema financiero para financiarse, y así evitar la expansión desmedida de los agregados monetarios o del déficit del BCRA. Dicho de otra manera, los recursos monetarios que antes absorbía con su superávit fiscal, nuevamente deberá absorberlos con colocación de deuda.

De financiarse nuevamente con el sistema financiero (sea con mayores préstamos del Banco Nación o colocación de Letras o Bonos), la expansión de la base monetaria se limitaría sólo a la compra de dólares.

⁵ Ver Informe especial N°407 “[Reapertura del Canje de la Deuda, un primer análisis](#)”, por Ramiro Castiñeira. Octubre 2009 - Econométrica S.A.



A modo de ejemplo, si el Gobierno se financia con el sistema financiero como en 2009, y el BCRA compra u\$s7.000 millones del saldo comercial, reabsorbiendo la mitad vía Lebac, la base monetaria se estaría expandiendo cerca de \$14.000 millones, magnitud equivalente a una expansión del 12%, bien por debajo de PBI nominal.

En suma, para evitar un nuevo salto inflacionario (partiendo desde un piso cercano al 15%), el Gobierno no tardará en volcarse al ahorro privado en manos del sistema financiero.

Sea con incrementos en los máximos de crédito público (amoldado para el Banco Nación), o con colocaciones de bonos o letras del Tesoro al resto de los Bancos, lo cierto es que difícilmente el sistema financiero pueda “*escapar*” de financiar al Gobierno en 2010⁶.

Aún así, vale advertir que la deuda pública en pesos ya esta en poder del sistema financiero, por lo que incremento neto de financiamiento al sector público no sería significativo. Actualmente la exposición del Sistema financiero al crédito público es cercana al 15% del total de sus activos, porcentaje que es la mitad que en 2005 (ver Cuadro 6).

4.2. Pago de la Deuda en dólares y las reservas del BCRA

La necesidad de financiamiento en divisas suma cerca de u\$s4.700 millones este año. De ellos, el Boden 2012, el pago de intereses a los Organismos internacionales, y los nuevos intereses de concretarse el canje de la deuda, representa cerca del 75% de dicha magnitud.

Para su financiamiento, el concepto de “*reservas excedentes*” creado en 2005 tras el pago de la deuda al FMI, permite al

⁶ Todas las propuestas no oficiales que se presentaron como alternativa al “*Fondo del Bicentenario*”, tienen esta idea de fondo.

Gobierno disponer de reservas para pagar la deuda contra todo Organismo Internacional. Dado que el Gobierno afrontará pagos a Organismos por u\$s2.100 millones entre intereses y capital, ello permite al Gobierno acceder a las reservas por igual magnitud.

Sobre este punto, vale advertir que el BID y el Banco mundial desde 2002 que conceden nuevos préstamos por igual magnitud a los vencimientos del periodo, manteniendo la deuda total constante en u\$s15.000 millones desde la salida de la convertibilidad. Por ello en la estimación de necesidad de fondos (u\$s4.700 millones) supone que no hay cancelación neta de capital contra estos Organismos. Pero el cronograma de vencimientos igualmente habilita a que el Gobierno disponga de reservas del BCRA por igual magnitud.

Adicionalmente, por medio de los Adelantos Transitorios el Gobierno dispone de u\$s1.000 millones de las reservas antes de alcanzar el límite que impone la carta orgánica del BCRA. Aunque es de esperar que el límite se eleve a un total de u\$s1.600 millones para fin de año, al descontar el aumento de los ingresos fiscales como de la base monetaria (ver Cuadro 7).

Es decir, aún sin el Fondo del Desendeudamiento ni modificaciones en la carta orgánica del BCRA, el Gobierno dispone de acceso a las reservas por un total de u\$s3.700 millones, restando sólo u\$s1.000 millones para financiar todos los pagos de la deuda en moneda extranjera.

En tal sentido, los bancos que acercaron la propuesta al Gobierno para salir del default, mostraron la intención de comprar u\$s1.000 millones en un nuevo bono. Pero difícilmente el Gobierno acepte con una TIR arriba del 10% (en dólares), por lo que no lo consideramos.

Por ello, recordando que el Gobierno posiblemente se financie con el sistema financiero para evitar volcar tantos pesos al mercado, ello implica los pesos que el



BCRA le transfiere en concepto de “utilidades”, los usará para acceder a las reservas del BCRA. Dicho camino no tiene efecto monetario.

En suma, con o sin el “Fondo del Desendeudamiento” el Gobierno tiene acceso a las reservas del BCRA, apoyado en el impuesto inflacionario y el ahorro privado en reemplazo del ahorro público.

En efecto, de no aprobarse el “Fondo del Desendeudamiento” posiblemente se observen cambios en la regulación de exposición al crédito público “amoldado” para el Banco Nación, y mayores transferencias vía “utilidades del BCRA” que permitan comprarle las reservas al BCRA.

Estos caminos alternativos logran el mismo fin, acceder a las reservas sin decretos ni necesidad de pasar por el poder legislativo, dado que ambas son decisiones que sólo dependen del directorio del BCRA.

5. CONSIDERACIONES FINALES

A inicios de los noventa el “Plan Brady” otorgó a Latinoamérica la posibilidad de ingresar nuevamente a los mercados de capitales, y evitar así la monetización de los abultados déficit fiscales.

Ello permitió que los gobiernos cambien el impuesto inflacionario por mayor deuda pública, lo que a corto plazo implicó bajar drásticamente los niveles inflacionarios de la región.

Pero para evitar la dinámica explosiva que implicaba tomar deuda para financiar déficit fiscales, los gobiernos se comprometían frente al FMI a un conjunto de reformas tendientes a estabilizar las cuentas públicas. Argentina fue partícipe de este cambio de paradigma en América Latina, aunque con el toque distintivo que le otorgaba el “Plan de Convertibilidad”.

Demás está decir que Argentina no logró estabilizar las cuentas públicas durante la convertibilidad, algo que se pone en evidencia en el incremento de la deuda pública en u\$s 80.000 millones de dólares entre 1991 y 2001 (a un promedio de u\$s 8.000 millones anuales, además de la venta de YPF), para alcanzar un total de u\$s144.000 millones, segundos antes del default.

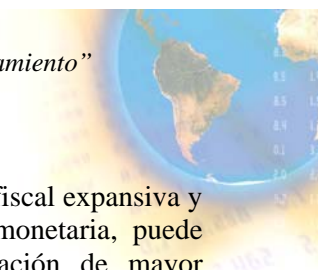
Si bien el plan de convertibilidad arrastrando la cruz de la apreciación cambiaria, ya tenía peso propio para fracasar aún con una dinámica de deuda más estable, lo cierto es que la Argentina pasó de la Hiperinflación al “Hiperendeudamiento” y su consecuente default, producto de tener cuentas fiscales deficitarias.

Es decir, lo que cambió fue la forma de manifestación de la misma crisis fiscal, en los 80 con inflación, y en los 90 con endeudamiento y default.

La post convertibilidad parece un paréntesis de la historia económica Argentina. La soja transgénica combinada con el voraz apetito de China, y la decisión política de sostener un tipo de cambio competitivo que permita cobrar retenciones y al mismo tiempo poner una valla de contención a las importaciones, fue la fórmula para que Argentina encuentre superávit fiscal y externo por el mayor periodo de la historia de las últimas décadas, que habilitó un fuerte proceso de desendeudamiento.

El resto de la historia ya se encuentra en los diarios, una política fiscal que nunca dejó de ser expansiva, recalentó la de por sí alta demanda agregada, generando inflación y deteriorando las cuentas públicas a punto tal que llevó al Gobierno a perder por completo el superávit fiscal.

En efecto, la crisis de 2009 expuso la advertida vulnerabilidad de las cuentas fiscales, y el BCRA comenzó nuevamente a monetizar el déficit fiscal, ahora



“camuflado” mediante las “utilidades del BCRA”.

La historia reciente nos recuerda que la forzada separación de los balances del Banco Central y del Tesoro Nacional tal como imponía la convertibilidad, en un contexto de déficit fiscal, sólo logra evitar la inflación que resulta de la monetización del déficit a costa de un mayor endeudamiento. Dicho de otra manera, sólo posterga el problema para más adelante si no se ataca el problema de fondo como son las cuentas fiscales deficitarias.

Por lo tanto, “rasgarse las vestiduras” por la independencia del BCRA no asegura evitar la próxima crisis. De hecho, obligar a que el Gobierno se endeude en cantidad y tasas que van más allá de la capacidad de repago futuro, puede ser tan (o más) peligroso como la monetización del déficit que se quiere evitar.

Ningún camino de financiamiento será sustentable si se parten de cuentas fiscales no sostenibles en el tiempo. Son sólo diversos caminos para un mismo final.

En tal sentido, hoy no hay desbalances macroeconómicos que por sí sólo conlleven a un desastre o a una “mega crisis” en el corto plazo. De hecho, todo lo contrario. Un superávit comercial superior a los u\$s14.000 millones, más u\$s48.000 millones de reservas, frente a un déficit fiscal de 0,5% del PBI y necesidad de divisas por sólo u\$s4.700 millones, da fe de ello.

El contexto macroeconómico local y tasas internacionales nulas, hace racional e incluso conveniente el pago de la deuda con reservas del BCRA.

Pero ello no justifica que ante la completa falta de financiamiento externo, y a tasas congruentes en el mercado interno, lleve al Gobierno a la imprudencia de reemplazar al superávit fiscal por el impuesto inflacionario.

De hecho, una política de fiscal expansiva y una imprudente política monetaria, puede reactivar niveles de inflación de mayor magnitud, recordando que se parte de un piso del 15%.

La reactivación económica junto a la buena cosecha, otorga la posibilidad para recuperar el superávit fiscal perdido tras la crisis y excesos del pasado, sin por ello afectar el crecimiento económico. Ello sumado a completa renegociación de la deuda pública en default, permitirá recomponer la solidez macroeconómica que asegura el pago de la deuda pública en el tiempo, sin necesidad de apoyarse sobre el impuesto inflacionario.

Cuadro 1

Sector Público Nacional - Base Caja

en miles de millones

Var. % Interanual

en % del PBI

	2008	2009	2010*	2008	2009	2010*	2008	2009	2010*
Ingresos	218,1	260,2	326,5	39,6	19,3	25,5	21,1	23,3	23,4
Tributarios	148,6	150,2	189,3	35,8	1,1	26,0	14,4	13,4	13,6
Seguridad Social (sin cartera AFJP)	53,6	77,1	97,2	45,3	43,7	26,1	5,2	6,9	7,0
Renta de la Propiedad (con utilid. BCRA y ANSES)	8,3	15,7	30,1	94,0	90,1	90,9	0,8	1,4	2,2
Resto (sin priv. / con DEG's)	7,6	17,2	10,0	34,0	126,0	-41,8	0,7	1,5	0,7
Gasto Primario	186,6	243,0	309,2	34,9	30,2	27,3	18,1	21,8	22,1
Remuneraciones	24,7	33,8	42,4	32,6	36,8	25,5	2,4	3,0	3,0
Bienes y Servicios	8,1	11,5	14,7	25,0	42,0	28,5	0,8	1,0	1,1
Seguridad Social	64,6	83,2	104,3	27,9	29,0	25,3	6,3	7,5	7,5
Tranf. al Sec. Privado	45,3	52,5	66,8	60,1	15,9	27,1	4,4	4,7	4,8
Tranf. a Provincias	8,6	11,7	15,6	14,8	35,4	33,6	0,8	1,0	1,1
Universidades	7,3	9,6	12,4	40,0	31,3	29,7	0,7	0,9	0,9
Otros Gastos	4,5	4,7	6,0	137,6	5,6	27,5	0,4	0,4	0,4
Gasto Capital	23,6	36,0	47,1	18,5	52,7	30,7	2,3	3,2	3,4
Inversiones	10,6	15,5	19,9	42,1	46,0	28,7	1,0	1,4	1,4
Tranf. Capital a Provincias	11,2	19,3	25,8	15,8	71,7	33,4	1,1	1,7	1,8
Inversión Financiera	1,7	1,2	1,4	-36,7	-30,7	13,7	0,2	0,1	0,1
Resultado Primario Oficial	31,5	17,2	17,3	76,3	-45,3	0,2	3,0	1,5	1,2

Neto de Financiamientos que deberían estar debajo de la Línea:

Total Financiamiento "Extra"	4,4	22,1	24,5	0,4	2,0	1,8
Utilidades BCRA	4,4	4,4	16,0	0,4	0,4	1,1
DEG's 2009	-	9,9	-		0,9	
Utilidades Cartera ANSES	-	7,8	8,5		0,7	0,6
Resultado Primario Real	27,1	-4,8	-7,2	2,6	-0,4	-0,5

Fuente: Econometrica S.A en Mecon

Cuadro 2

Fuentes y Usos del Sector Público en 2009

Neto de Todo Deuda Intra Sector Público

en miles de millones de dólares

	2009		
	\$	u\$s	Total
Necesidad de Financiamiento	4,2	5,1	9,3
1. Deficit fiscal Primario	1,3		1,3
2. Servicio de Deuda Neto	2,9	5,1	8,0
Intereses	1,6	2,8	4,4
Capital	1,3	2,3	3,6
Fuente de Financiamiento	4,2	5,1	9,3
1. BCRA	1,2		1,2
Monetización (Utilidades BCRA)	1,2		1,2
Reservas (Adelantos Trans.)		2,0	2,0
2. Banco Nación (préstamos)	2,2		2,2
3. DEG's 2009		2,7	2,7
4. Otros (Liquideación Activos del ANSES)	0,8	0,4	1,2

Nota: Excluye toda la Deuda Intra Sector Público (ANSES, BCRA, otros)

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 3

Evolución de los Estados Contables del Banco Nación

en miles de millones de pesos

	Bco. Nación		Variación	
	Dic-08	Nov-09	\$	en %
ACTIVOS	74,6	86,2	11,6	16%
Disponibilidades	11,3	14,8	3,5	31%
Títulos Públicos y Privados	22,6	21,5	-1,1	-5%
Préstamos	26,2	35,4	9,1	35%
Sector Público	7,8	15,4	7,6	97%
Sector Privado	19,3	21,0	1,7	9%
Otros Créditos	7,5	7,4	-0,1	-2%
Otros Activos	6,9	7,1	0,2	3%
PASIVOS	67,1	77,4	10,3	15%
Depósitos	56,8	66,1	9,4	17%
Sector Público	34,8	37,3	2,5	7%
Sector Privado	21,9	28,8	6,9	31%
Otras Obligaciones	10,4	11,3	0,9	9%
Patrimonio Neto	7,5	8,8	1,3	18%

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 4

Resultado Cuasifiscal del BCRA 2009

Balance

Activos y Pasivos del BCRA
en miles de millones de **dólares**

	31/12/08	31/12/09
Activos	77,3	79,3
Reservas Internacionales	46,4	48,0
Deuda Tesoro	20,0	23,0
Adelantos Transitorios	7,7	9,6
Bono FMI	9,7	9,6
Otros	2,7	3,8
Redescuentos	0,8	0,3
Aporte Organismos	2,1	2,1
Otros	8,1	6,0
Pasivos	68,5	66,3
Base Monetaria	31,7	32,2
Circulante	24,3	25,8
Encaje	7,3	6,4
Encaje en u\$s	5,0	7,3
Depósitos Gob.	1,9	0,6
Obligaciones Org.	3,3	2,5
Lebacs, Nobacs y Pases	15,4	19,0
Contrapartida aportes	0,8	0,9
Otros	10,5	3,7
Patrimonio Neto BCRA	8,8	13,1

Tipo de Cambio	3,45	3,80
----------------	------	------

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Cuadro Resultado

Ejercicio 2009
en miles de millones de **pesos**

Ingresos/ Egresos Financieros	Variación por Tipo de Cambio	Resultado Total
5,6	20,8	26,4
3,6	16,5	20,1
1,9	4,4	6,3
1,6	3,3	4,9
0,3	1,1	1,4
10,5		10,5
1,2		
1,2		
0,1		
9,1		
-4,9	20,8	15,9

Fuente: Estimación de Econométrica S.A

Cuadro 5

Fuentes y Usos del Sector Público en 2010 Neto de Todo Deuda Intra Sector Público

en miles de millones de dólares

	2010			% del PBI
	\$	u\$s	Total	2010
Necesidad de Financiamiento	4,4	4,7	9,1	2,6%
1. Deficit fiscal Primario	1,8		1,8	0,5%
2. Servicio de Deuda Neto	2,6	4,7	7,3	2,1%
Intereses	1,3	2,5	3,8	1,1%
Capital	1,2	2,2	3,5	1,0%
Fuente de Financiamiento	4,5	4,7	9,2	2,6%
1. BCRA	1,0	4,7	5,7	1,6%
Monetización	1,0		1,0	0,3%
Reservas (Adelantos, Reservas Excedentes y Utilidades)		4,7	4,7	1,3%
2. Sistema Financiero (Préstamos, Letras o Bonos)	3,5		3,5	1,0%

Nota: Excluye toda la Deuda Intra Sector Público (ANSES, BCRA, otros)

Incluye renegociación deuda en default (80% aceptación).

Supone roll over del 100% en 2010 con Org. Int.

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

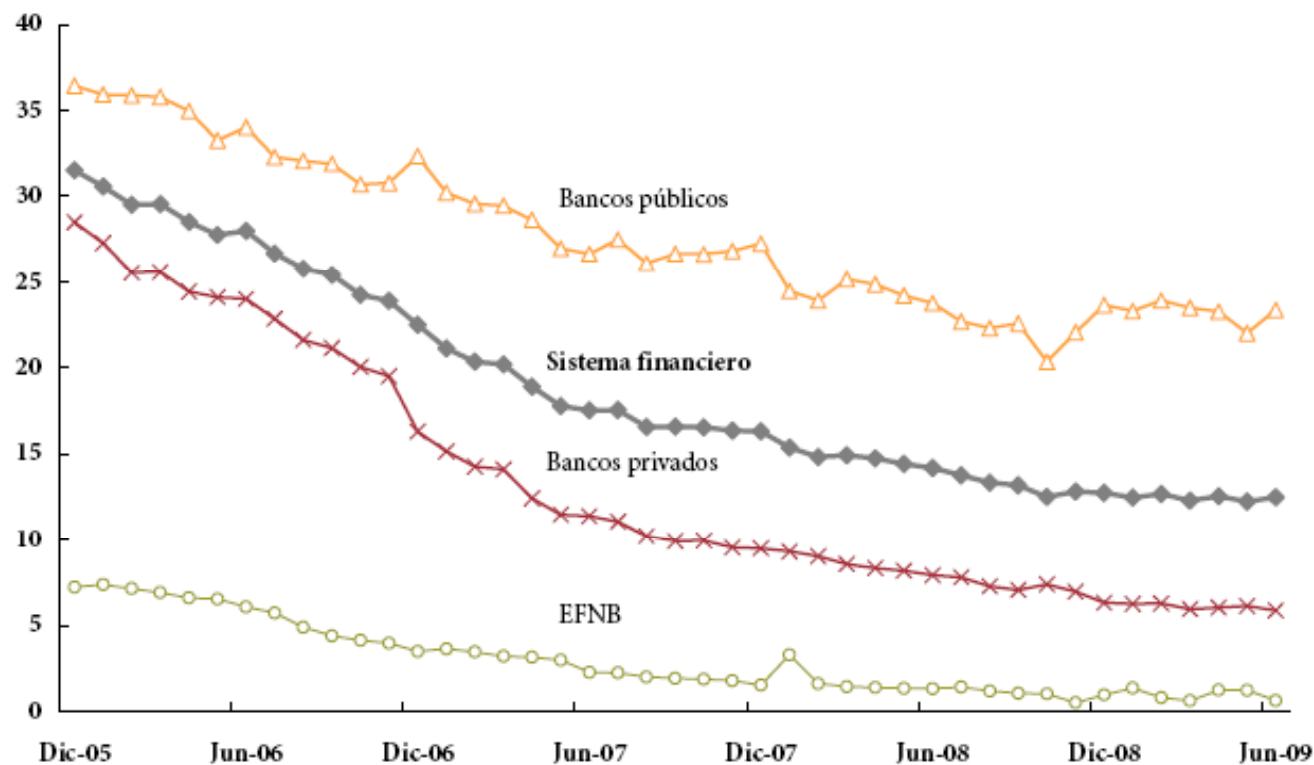
Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 6

Sistema Financiero Exposición al Sector Público

como % de los Activos Totales



Nota: no se incluye el financiamiento a fideicomisos financieros de infraestructura ni avales ni responsabilidades eventuales.

Fuente: FMI y BCRA

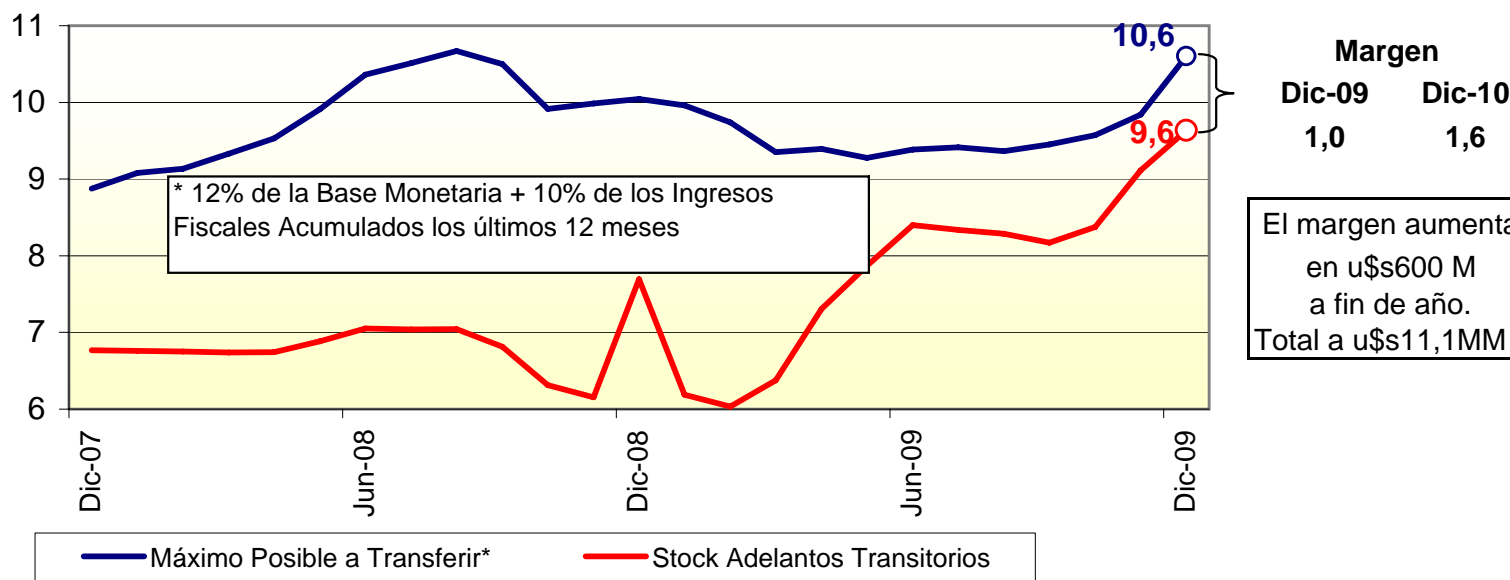
Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 7

Evolución de los Adelantos Transitorios

en miles de millones de dólares



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA y MECON