

Apremio fiscal y conflicto distributivo

Informe Mensual Agosto

Lunes 31 de agosto de 2009

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17
(5411) 4787-2326
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

La economía argentina se encuentra en un estado de letargo. A diferencia de otras ocasiones en el pasado no se vislumbran detonantes que puedan provocar una crisis al *uso nostro*, pero las inconsistencias domésticas tampoco permiten generar las condiciones básicas para un rebote vigoroso.

Si bien el frente fiscal luce un tanto apretado, lo cierto es que, con una mínima rectificación del rumbo, la situación es absolutamente manejable. El problema esencial es que el gobierno parece ir precisamente en la dirección opuesta. De esta forma, la economía pasa a estar cada vez más subordinada a la política.

Luego de la derrota electoral y la pérdida de las mayorías parlamentarias subsecuente, la impresión generalizada - aunque no compartida por LCG- era que se venía un tiempo de mayor apertura política del gobierno y consolidación de la oposición. Nada de eso ha ocurrido (al menos por el momento). El gobierno se encerró en sí mismo, logró recuperar la iniciativa política con la convocatoria al “diálogo” y los triunfos parlamentarios; y se envalentonó para abrir nuevos frentes (Iglesia, campo, Grupo Clarín, etc.).

La oposición le ha facilitado las cosas al aparente resurgimiento político del gobierno. El panradicalismo parece más preocupado en resolver sus tradicionales disputas internas (presidencia del Comité Nacional, candidato presidencial 2011, posiciones frente al diálogo gubernamental, etc.) que por consolidarse como una alternativa de poder para las próximas elecciones presidenciales.

En el caso del peronismo la situación es más compleja. Como habíamos adelantado, de las elecciones no emergió ningún referente capaz de aglutinar detrás de sí a los vastos sectores internos que reniegan del kirchnerismo. Algunos sufrieron

magullones electorales (Schiaretti, Busti, Scioli), otros siguen envueltos en dudas (Reutemann), otros rompen sólo desde lo discursivo (Das Neves) y otros intentan erigirse como alternativa pero siguen fuera del PJ (Solá). En resumen, un escenario lo suficientemente atomizado como para que nadie quiera ser el primero en arrojar la piedra.

El gobierno equivoca la lectura política y se encuentra abocado en aprovechar la mayoría parlamentaria con fecha de vencimiento el 10 de diciembre, con el propósito de “profundizar” el modelo. Sin embargo, no debería sobrestimar su fortaleza relativa: su recomposición política del gobierno se explica una parte por las contradicciones propias de la oposición pero otra parte por la prudencia de la oposición (y parte del oficialismo) en no acorrallar políticamente a un gobierno derrotado en las elecciones. Esta es la razón que subyace a la mayoría holgada que consiguió el gobierno en la discusión por las facultades delegadas.

Pero otra puede ser la historia cuando se discuta la distribución de los recursos. En los tiempos de bonanza, el Gobierno ha hecho de las transferencias discrecionales de recursos su principal herramienta de sometimiento político a las provincias. Con un margen fiscal más restringido, más acotada es la capacidad de disciplinar voluntades. La situación fiscal en muchas provincias es acuciante (poniendo el riesgo el pago de los salarios en tiempo y forma), y resulta muy difícil prever un escenario de discusión política ordenada tendiente a resolver esta cuestión de forma consensuada. Probablemente la cuestión fiscal provincial (y la consecuente disputa por la distribución de los recursos) sea el principal foco de conflicto en los tiempos que se avecinan.

¿Dónde está la economía hoy?

La economía argentina sigue en recesión, con una caída del PBI que en 2009 se ubicará en torno a 3,5%, y no da signos de rebotar. El factor clave que explica esta situación es la incertidumbre económica y política doméstica, que tiene como contracara una fuerte salida de capitales que, si bien se atenuó en julio y agosto, tiene todavía un piso alto (US\$ 1.000 M mensuales) que mina las chances de una recuperación vigorosa.

Pese al contexto internacional, debe destacarse que el balance macroeconómico es todavía favorable y que el país sólo ha sufrido una crisis *light* (al menos para nuestros estándares históricos). Asimismo, en la actualidad **no existen riesgos latentes que permitan avizorar una profundización de la crisis.**

El sistema financiero cuenta con abundante liquidez, los depósitos del sector privado empezaron a mostrar signos de reanimación y no existe descalce de monedas. No existen riesgos de una corrida cambiaria: el nivel de reservas del BCRA se mantiene alto y un clima financiero internacional más amigable (que se traduce en una depreciación del dólar, apreciación del real y precios en dólares de los *commodities* firmes) acotó fuertemente la necesidad de una depreciación del peso por motivos vinculados a la competitividad de la economía. Probablemente el mayor deterioro se encuentre en el frente fiscal. Así y todo, pese a la recesión y a los menores precios internacionales, el Gobierno aún cuenta con superávit primario (estatización de AFJPs mediante).

Si bien no existen riesgos latentes que puedan detonar una profundización de la crisis, tampoco la economía da signos que permitan anticipar un rebote. Más allá de iniciativas gestuales por parte de la cartera económica persiste el empecinamiento del Gobierno en no dar

señales reales que permitan el acceso al financiamiento voluntario (empezando por el caso obvio del INDEC), lo cual obliga al gobierno al pago en efectivo de los vencimientos de la deuda (tanto intereses como capital). Sin financiamiento y con menores ingresos, al Gobierno no le ha quedado otra alternativa que recurrir a los salvavidas de emergencias: BCRA y Banco Nación.

En el primer caso, la utilización de reservas para el pago de vencimientos de la deuda en dólares tiene un impacto monetario neutro. Como se analizó en detalle en el Informe Quincenal N°16, el colapso de las importaciones posibilitó que la balanza comercial proveyera los dólares necesarios para que el nivel de reservas no se viera afectado. Sin embargo, la transferencia de utilidades “virtuales” por parte del BCRA (por la ganancia de capital asociada a la depreciación del peso) sí representa un riesgo incipiente en términos inflacionarios, ya que se parece demasiado a una emisión para financiar al Tesoro. De forma similar, la asistencia financiera del BNA al Tesoro (hasta un tope de unos \$ 12.000 M) también tiene un efecto monetario expansivo, ya que, si bien se limita al 30% de los depósitos del Gobierno en la entidad, debió vender LEBACS por un monto equivalente.

El tema inflacionario debe monitorearse con atención. Pese a la severidad de la recesión, la inflación se mantuvo en niveles de dos dígitos y parece haber finalizado la tendencia de desaceleración (aún con diversos ajustes de precios relativos pendientes). En este contexto, un comportamiento más propenso del BCRA a financiar al Tesoro implica una presión adicional.

A diferencia de Brasil, donde la recesión parece haber quedado atrás y las perspectivas son de un crecimiento fuerte en el segundo semestre de 2009, la Argentina parece insistir en desaprovechar el contexto externo extraordinariamente favorable que se le presenta. **Sin un shock positivo de confianza que permita modificar las expectativas del**

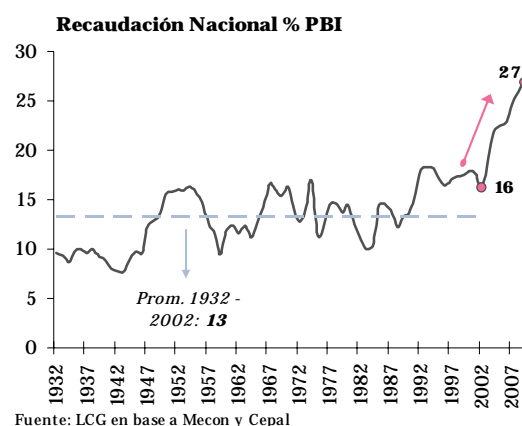
sector privado, la economía se encamina a un escenario de estancamiento (o crecimiento escuálido, en el mejor de los casos) con inflación en 2010.

Donde sí se puede encontrar un **factor de riesgo importante es en las cuentas públicas de las provincias**. En los años de bonanza, el Gobierno Nacional pudo disimular la inequidad en la distribución de los recursos a través de las transferencias discrecionales. Sin embargo, la combinación de un dramático deterioro de las cuentas fiscales provinciales y la erosión de una parte significativa del poder político del Gobierno Nacional hace inevitable que la distribución de los recursos se transforme en el punto focal de la discusión política en los tiempos venideros. Analicemos en detalle la situación fiscal de las provincias para tener una idea de la magnitud del problema.

La asfixia fiscal provincial

Como mencionamos en informes anteriores, los **apremios fiscales de las provincias responden a un problema de carácter estructural** que vienen cargando desde la década pasada: **mayores gastos** (descentralización de servicios educativos y de salud sin la correspondiente transferencia de los recursos para afrontar estos gastos) y **menores ingresos** (recursos cedidos en los '90s a la Nación para financiar a la ANSES y el mayor peso de impuestos que no se coparticipan o solo lo hacen parcialmente).

Este desequilibrio estructural (Nación rica vs. Provincias pobres) permaneció soslayado en el último tiempo debido al **excepcional crecimiento de los ingresos**. Desde el 2003 la presión tributaria nacional creció 11 pp, alcanzando en la actualidad el récord histórico de 27% del PBI (más del doble del promedio histórico 1932-2002).



Pero la Nación se fue apropiando de una parte cada vez mayor de los ingresos. Dado el peso creciente en el total recaudado de impuestos que no se coparticipan con las provincias (derechos de exportación, contribuciones a la seguridad social)¹ o se coparticipan solo parcialmente (impuesto al cheque), en los años que siguieron al colapso de la Convertibilidad la Nación aumentó sostenidamente su participación en el total recaudado: actualmente se lleva $\frac{3}{4}$ del total recaudado.

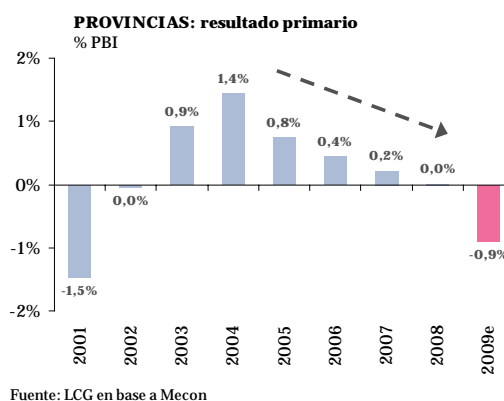
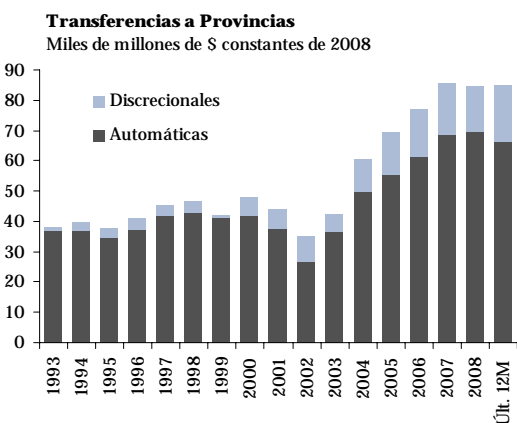
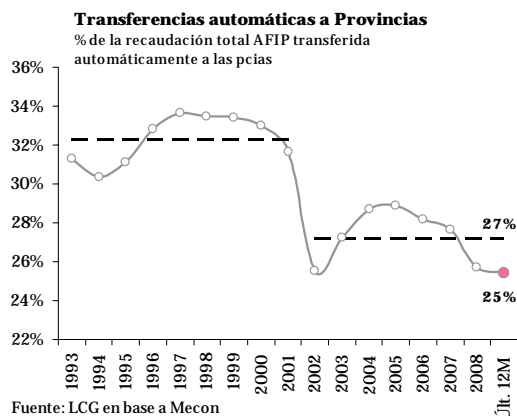
Así, en los años de vacas gordas la solución adoptada por el Gobierno para **tapar el bache de la Coparticipación** fue el envío de recursos a las provincias a **través de transferencias discrecionales**. Esta **“solución discrecional”** resultó a la vez una **formidable estrategia de disciplinamiento político** por parte del Gobierno Nacional a las Provincias.

Este problema estructural se agravó sensiblemente en 2009 como consecuencia del impacto de la recesión sobre los ingresos fiscales. Para peor, el único componente de los ingresos nacionales que creció fuerte en 2009, las contribuciones a la seguridad social,² no se coparticipa con las provincias.

En resumen, menores ingresos y un gasto que continuó con la inercia previa significaron un cóctel letal para las finanzas públicas provinciales. Si bien se observaba un sostenido deterioro de las cuentas fiscales provinciales (sobre todo a partir de 2005 cuando el gasto en salarios comenzó a crecer más que los ingresos), el resultado primario era todavía superavitario. Distintamente, **en 2009 el déficit primario del total de las provincias ascenderá a \$ 10.400 M**

¹ A partir de marzo de 2009 se comenzó a coparticipar el 30% de lo recaudados por retenciones al complejo sojero. Hasta julio se giraron a las provincias \$ 1.460 M.

² Las contribuciones a la seguridad social acumulan un aumento del 54% en el año, mientras que los ingresos restantes crecieron menos del 10%. Cabe aclarar que más de la mitad de este aumento explica por la nacionalización de las AFJPs (el Estado Nacional pasó a percibir los aportes de los trabajadores que anteriormente iban a las AFJPs).



(0,9% PBI), de los cuales \$ 7.700 M corresponden únicamente a la provincia de Buenos Aires.

De cara al próximo año, la situación se vuelve aún más dramática para las administraciones provinciales. Por un lado, con la economía adormecida difícilmente la solución venga por el lado de los ingresos. Además, **el gasto provincial es menos flexible que el de la Nación, dado el mayor peso de los salarios en el total de los gastos provinciales** (50% del total de las erogaciones). Para tener dimensión, cada 1 pp de aumento salarial el gasto provincial aumenta más de \$830 M.

Con lo cual, **aún ajustando el cinturón del gasto, la situación fiscal provincial continuará deteriorándose en 2010**. Suponiendo un aumento salarial del 14% para el conjunto de las provincias y con cierta recuperación de los ingresos (+12%), estimamos un **resultado primario deficitario en el total de las provincias de \$ 13.300 millones**.

PROVINCIAS: situación fiscal

Millones de \$

	2008	2009 (p)	2010 (p)	2008	2009 (p)	2010 (p)
1. INGRESOS TOTALES	140.148	152.854	171.028	23,8%	9,1%	11,9%
Tributarios	113.305	119.643	131.875	26,6%	5,6%	10,2%
Provinciales	44.241	46.453	50.169	29,0%	5,0%	8,0%
Nacionales	69.064	73.190	81.706	25,1%	6,0%	11,6%
Fondo Federal Solidario (soja)	0	3.781	7.175			89,7%
Otros	26.843	29.429	31.977	13,4%	9,6%	8,7%
2. GASTO PRIMARIO	140.058	163.207	184.349	25,7%	16,5%	13,0%
Salarios	72.084	83.617	95.324	36,0%	16,0%	14,0%
Consumo y servicios	14.347	15.208	16.121	25,0%	6,0%	6,0%
Transf. corrientes	30.880	36.898	43.278	15,0%	19,5%	17,3%
Gasto de capital	22.747	27.483	29.627	13,1%	20,8%	7,8%
3. RDO PRIMARIO (1) - (2)	89	-10.353	-13.321	-94,9%	-	28,7%
4. Rentas de la propiedad	2.757	3.171	3.599	11,0%	15,0%	13,5%
4. RDO FINANCIERO (3) - (4)	-2.668	-13.524	-16.920	262,2%	406,9%	25,1%

Fuente: LCG en base a Mecon

El conflicto distributivo latente

Si a este complicado escenario fiscal se le adiciona el proceso de deterioro político del Gobierno Nacional (más allá de la aparente recomposición *post* derrota electoral), va de suyo que **el actual esquema de ANSES millonaria, Tesoro empatado y provincias indigentes difícilmente pueda sostenerse por mucho más tiempo.**

Como mencionamos en informes anteriores, esta disputa probablemente se salde próximamente en el ámbito parlamentario cuando se discuta la prórroga del impuesto al cheque (del cuál solo se coparticipa el 30% con lo cual a las provincias les llega cerca del 15%) y del régimen normativo del impuesto a las ganancias (que tiene una detracción previa del 20% del total recaudado que va directamente a la ANSES y no entra en la masa coparticipable). A diferencia de lo sucedido en el caso de la prórroga de las facultades delegadas (donde el oficialismo obtuvo una cómoda mayoría tanto en Diputados como en Senadores), es esperable que estas discusiones tengan un resultado distinto.

El debate parlamentario en torno a las facultades tenía como eje principal el artículo 755 del Código Aduanero, que le permite al Estado Nacional fijar la alícuota de los derechos de importación y exportación. Es lógico que en un contexto de alta volatilidad de los precios internacionales y tipo de cambio flexible, esta herramienta central de política económica siga siendo facultad del Poder Ejecutivo Nacional. Por otro lado, lo cierto es que para los legisladores justicialistas votar en contra de este proyecto significaba el encono garantizado del Gobierno Nacional (además del riesgo de ser tildado de “desestabilizador”) sin un beneficio tangible inmediato, más allá de la presión de las entidades del sector agropecuario.

La situación es muy distinta en el caso de la discusión por la distribución de los recursos que se ave-

cina, máxime en un contexto de asfixia fiscal en varias provincias que tienen dificultades para afrontar el pago de los sueldos públicos.

Como vimos, **el rojo provincial sería del orden de los \$ 13.300 M.** En los años anteriores, estos fondos hubiesen sido aportados por la Nación (negociación política bilateral mediante). Pero los tiempos han cambiado. La menor holgura fiscal de la Nación acota el margen para la “solución discrecional”. Por otro lado, es probable que la nueva configuración política que trajo aparejada las elecciones y las crecientes urgencias fiscales provinciales se corporicen cuando se discuta en el Congreso el impuesto al cheque y ganancias.

Tomando la hipótesis de máxima, las provincias contarían en 2010 con recursos adicionales (y automáticos) por \$ 14.700 M (apenas por encima del déficit primario estimado). De darse este escenario, **lo más probable es que se produzca una merma en similar cuantía de las transferencias discrecionales de la Nación a las Provincias** (que en 2009 se ubicarán en torno a los \$ 24.300 M). Así y todo, vale la pena desmenuzar el margen de maniobra fiscal del Gobierno en el 2010.

Margen Fiscal 2010

Como consecuencia de la recesión, la menor cosecha y la caída de los precios internacionales, el 2009 clausuró el período de mayor bonanza en materia fiscal de los últimos 100 años.³ **Visto en perspectiva histórica, a partir de 2005 el incremento del gasto público fue fenomenal.**

³ En 2009 el crecimiento de los ingresos apenas supera el 10% cuando en el período 2003-2008 tuvieron un aumento promedio anual superior al 30%.

¿Cuáles impuestos podrían estar en juego?

Distribución de impuestos - Dif. con situación actual

Millones de \$

	Imp. Cheque (1)	Ganancias (2)	TOTAL (1) + (2)
Gob. Nacional	-8.479	-6.209	-14.687
Tesoro	-11.170	4.252	-6.918
Anses	2.546	-10.566	-8.019
ATN	144	106	250
Jurisdicciones	8.479	6.209	14.687
Provincias	8.277	6.061	14.338
CABA	202	148	350

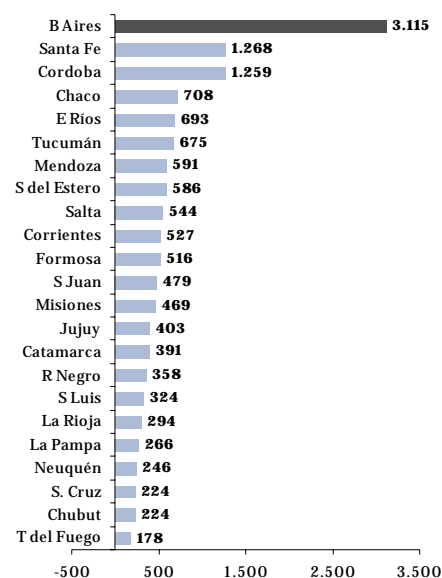
(1) Situación actual se coparticipa el 30% vs. Coparticipación del 100%

(2) Se elimina la actual preparticipación del 20% que va a la ANSES

Fuente: LCG en base a Mecon

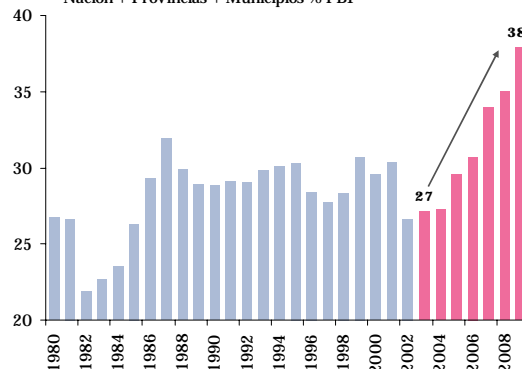
Impacto por provincia

Millones de \$



Gasto Público Consolidado

Nación + Provincias + Municipios % PBI

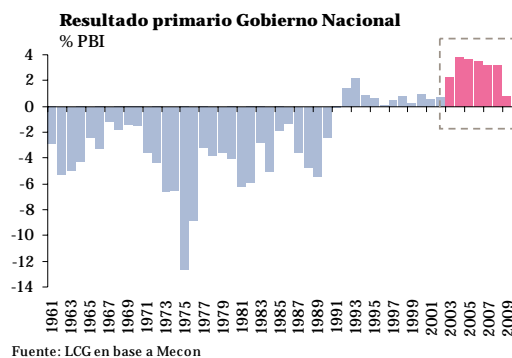
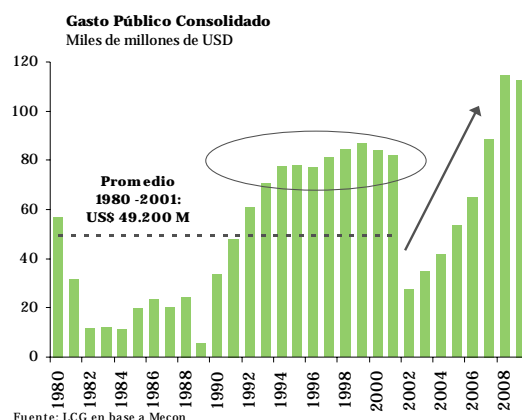


Fuente: LCG en base a Mecon

Medido en términos del PBI, el Gasto Público Consolidado (GPC) de 2009 se encuentra 10 pp por encima del promedio 1980-2001. Aún en caso de computarse en dólares, se observa que el GPC se encuentra claramente por encima del promedio de la Convertibilidad.

Lo que sí resulta en cambio una anomalía histórica es que dicho aumento se produjera en paralelo con un persistente superávit primario y financiero. El extraordinario comportamiento de la recaudación impositiva (la presión tributaria actual es récord histórico) es el aspecto central que explica esta evolución. No obstante, un análisis más detallado pone en evidencia que la “calidad” del superávit primario se fue deteriorando con el paso de los años y se hizo cada vez más dependiente de aspectos extraordinarios (suba de precios internacionales, reforma previsional, nacionalización de AFJPs, transferencia de utilidades del BCRA, etc.).

En 2009 el frente fiscal se tensó. Pese a la fuerte desaceleración de la recaudación, el ritmo de crecimiento del gasto siguió a todo vapor (elecciones mediante): la consecuencia natural fue la evaporación del superávit primario del Gobierno Nacional. Si bien estimamos un superávit primario en 2009 del 0,8% del PBI (\$9.000 M), **en caso de descontarse los componentes extraordinarios** (\$ 14.500 M por aportes de los trabajadores que ahora van a la ANSES, \$ 5.000 M por servicios de los títulos públicos que pasaron a poder de la ANSES luego de la estatización de las AFJPs⁴ y \$ 4.500 M por transferencias del BCRA al Tesoro por ganancias derivadas de la depreciación del tipo de cambio) **el resultado primario sería deficitario en \$ 14.900 M (1,3% del PBI).**



⁴ Este “colchón” aún no ha sido contabilizado y es probable que se compute en los próximos meses para maquillar los datos de superávit fiscal.

En un contexto recesivo como el que enfrenta Argentina, una política fiscal expansiva contracíclica no solo no sería preocupante sino que resulta deseable. El problema es que como nuestro país optó por atarse las manos crediticiamente al no dar las mínimas señales que posibiliten el acceso al financiamiento voluntario, el Gobierno se enfrenta a la dura aritmética almacenera que implica que solo se puede gastar lo que ingresa, acotando seriamente la capacidad de realizar política fiscal contracíclica.

De cara al 2010, por el lado de los ingresos las perspectivas indican que la situación en el agregado no parece cambiar demasiado con respecto a 2009. Asumiendo un crecimiento de la economía del 0,5%, los principales ingresos que dependen de la actividad económica mostrarán una *performance* alicaída. Además, cada vez hay menos margen para seguir “sacando de la galera” ingresos extraordinarios: en 2007 se obtuvieron ingresos extraordinarios por \$ 7.800, \$ 4.900 M en 2008 y \$ 24.100 en 2009 (por la estatización de AFJPs y las transferencias del BCRA).⁵

El dato alentador surgirá del lado de los ingresos relacionados con el comercio exterior, que rebotarán luego de un año muy malo como el 2009, en el cual las exportaciones se contrajeron un 18% y las importaciones colapsaron 30%. Las mejores condiciones climáticas permitirán alcanzar una cosecha de 80 M de toneladas (51 M de las cuales aportará la soja, que ya representa $\frac{3}{4}$ del total del área sembrada), lo que implica un aumento de 43% con respecto a la campaña 2008/09. Si a ello agregamos un deslizamiento del 10% del tipo de cambio nominal (de \$ 3,8 a \$ 4,2, promedio anual), y aún con una expectativa de caída de los precios internacionales de los *commodities* (10% menos), el Gobierno Nacional contará con recursos adicionales por \$ 8.800 M. sólo por de-

⁵ En 2009 se obtuvo financiamiento adicional, que se computa “debajo de la línea”, por \$ 28.000 M (\$16.000 M por adelantos transitorios luego de la reforma de la Carta orgánica del BCRA y \$12.000 M por el 30% de los depósitos oficiales en el Banco Nación establecido en el Presupuesto 2009).

INGRESOS "EXTRAORDINARIOS"
Millones de \$

	2007	2008	2009
ANSES	7.814	2.009	19.602
Reforma previsional 2007	7.814	1.050	0
Nacionalización AFJP	0	960	14.500
Rentas por tenencia TP	0	0	5.102
BCRA		2.874	4.500
TOTAL	7.814	4.883	24.102
% ingresos totales	4,8%	2,2%	9,9%

Fuente: LCG en base a Mecon y BCRA

rechos de exportación. Por lo tanto, **los impuestos relacionados con el comercio exterior serán el único motor de la recaudación.**

Estimamos un crecimiento de la recaudación del 13% para 2009, totalizando \$ 338.000 M. Luego de la coparticipación y del cómputo de “otros ingresos”, y sin tener en cuenta los posibles ingresos extraordinarios (BCRA, ANSES), al Gobierno le quedarían ingresos por un total de \$ 261.000 M (+6%).

Por el lado del gasto, la situación luce más compleja. Por un lado el gasto “martillo” (aquellos gastos inflexibles a la baja), tendría un incremento “piso” del 15%. Es ente grupo se encuentran las jubilaciones, los salarios, los planes de asistencia social y las asignaciones familiares y el Fondo Federal Solidario que coparticipa a las provincias el 30% de la recaudación de derechos de exportación del complejo sojero. **En total, representan 2/3 del gasto primario del Gobierno Nacional.** Con lo cual, el ajuste fiscal indefectiblemente va a recaer sobre el resto de los componentes del gasto, es decir, la parte ajustable (obra pública, subsidios y transferencias a provincias).

Pero la situación es apretada por la inercia que viene mostrando el gasto. **Todo el componente discrecional aumentó 40% en 2008 y crecería 15% en 2009 si pisa fuerte el freno en el segundo semestre del año.** Por eso, aún suponiendo un crecimiento nulo de los componentes “ajustables”, **el gasto primario total tendría un aumento del 9% en 2010 (\$ 256.200 M).**

En suma, **con ingresos creciendo al 6% y el gasto (aun asumiendo un freno significativo) al 9%, el superávit primario se evaporaría y sería de apenas \$ 4.700 M.** Es decir, se lograría un ahorro prácticamente nulo aún antes del pago de la deuda pública.

Manotazos versión 2010

Una vez más deberá rasparse la olla, que ya se está quedando sin teflón. El problema es que esta dinámica genera efectos colaterales cada vez más riesgosos. **En 2010, el candidato natural es el Banco Central.** El resultado cuasifiscal del BCRA se compone de 2 grandes rubros: el componente financiero y operativo (que es el resultado propio de sus operaciones) y, el segundo, el que capta el efecto de la variación de precios de los activos y pasivos (depreciación del tipo de cambio y precio de los bonos, entre otros).

El resultado del ejercicio (sin el efecto de las diferencias de cotización) se volvió deficitario en 2008 en \$ 3.000 M, que pudo ser compensado por los **\$ 7.500 M generados por las “diferencias de cotización”**. De esta manera, el resultado final del ejercicio mostró una “ganancia” de \$ 4.500 M. A pesar de que el resultado se basó esencialmente en la depreciación del tipo de cambio, **el BCRA transfirió en 2009 todo el resultado global de \$ 4.500 M. En términos monetarios, esto es lisa y llanamente emisión monetaria para financiar al Tesoro.**

Todo indicaría que **esto mismo, aunque de forma amplificada, podría repetirse el año próximo.** Asumiendo un tipo de cambio de \$ 4,05 a fin de año, el resultado cuasifiscal global alcanzaría **\$ 12.000 M** (equivalente al 11% de la base monetaria), **explicado en un 100% por el efecto de la depreciación del tipo de cambio. Así, el Gobierno lograría ingresos adicionales por el equivalente al 1% del PBI.**

Adicionalmente, el Gobierno podrá engrosar los ingresos con las rentas que va a cobrar la ANSES por su cartera de títulos públicos por un monto cercano a los \$ 8.000 M. De esta for-

RESULTADO CUASIFISCAL BCRA

Millones de \$

	2006	2007	2008	2009 (e)
1. Resultado financiero	1.770	1.305	-1.213	705
1.1 Ingresos financieros	6.274	8.192	6.874	6.692
Reservas	3.071	5.613	4.345	3.979
Títulos públicos	1.754	2.122	2.272	2.613
Créditos al sist. fin.	1.392	344	158	100
Otros	57	113	99	
1.2 Egresos financieros	-4.505	-6.888	-8.087	-5.987
Títulos BCRA	-3.661	-6.278	-6.822	-4.787
Otros	-843	-610	-1.265	-1.200
2. Dif. de neg. de divisas	-151	641	-979	-1.000
Otros Instrumentos fin.				
3. Comisiones y otros gastos	-497	-319	-765	-880
4. Rdo. del ejercicio previo a dif. de cotización (1 + 2 + 3)	1.122	1.626	-2.957	-1.175
5. Diferencias de Cotización	2.595	6.151	7.543	13.227
Reservas internacionales	1.948	6.381	13.974	11.837
Títulos públicos	733	-461	-3.608	5.000
Clas. Ctes Sist. Financiero	-152	-216	-1.450	-2.610
Otros	66	446	-1.374	-1.000
6. RDO DEL EJERCICIO (4 + 5)	3.716	7.777	4.586	12.052
Transferido al Tesoro (año posterior)	1.150	4.500	4.500	12.052

Fuente: LCG en base a BCRA

EMISIÓN PARA FINANCIAR AL TESORO

Resultado "genuino" siempre menor que transferencias al Tesoro

FRENTE FISCAL GOBIERNO NACIONAL

	Millones de \$		Var. % anual	
	2009	2010	2009	2010
INGRESOS TOTALES	244.457	281.104	12%	15%
Impuestos + contrib.	188.126	205.918	13%	9%
Derechos de expo.	33.229	40.123	-8%	21%
BCRA	4.500	12.052	0%	168%
Rentas ANSES	5.083	8.178	61%	61%
Otros	13.518	14.833	19%	10%
GASTO PRIMARIO	235.165	256.354	26%	9%
Rígido	150.979	172.167	33%	14%
Salarios y operación	52.937	59.031	32%	12%
Jubilaciones	82.809	93.938	28%	13%
Subsidios ANSES	11.451	12.024	29%	5%
Coparticipación soja	3.781	7.175	90%	90%
Ajustable	84.186	84.186	15%	0%
Subsidios y otras transf.	39.471	39.471		
Discrecional a pcias.	24.261	24.261		
Inversión	14.366	14.366		
Resto	6.089	6.089		
RESULTADO PRIMARIO	9.292	24.751		
% PBI	0,8%	2,0%		

Fuente: LCG en base a Mecon

Fuerte ajuste fiscal 2010

ma, **los ingresos totales del gobierno nacional totalizarían \$ 281.000 M** (7% de los cuales se explican por los componentes “extraordinarios”). Por ende, y **aún asumiendo un fuerte ajuste en el componente discrecional, el resultado primario de “máxima” para 2010 alcanzaría los \$ 24.900 M (2% del PBI).**

Finanzas aliviadas

El programa financiero de 2010 a priori luce bastante manejable, fundamentalmente por los menores vencimientos de deuda. En relación al complicado 2009, los vencimientos de deuda del próximo año son US\$ 5.000 M menos (US\$ 15.000 vs. US\$ 20.000 M).

Esta reducción en los pagos se explica por tres distintos factores. En primer lugar hay menores vencimientos de deuda, sólo los préstamos garantizados explican menores pagos por US\$ 1.100 M. En segundo lugar, no se pagaría el cupón de PBI debido a que la economía (según el INDEC que es el que manda en este caso) crecería menos de 3,3% en 2009, implicando menores pagos por US\$ 1.600 M. Y por último, como consecuencia del cambio en la política de endeudamiento intra sector público. Anteriormente toda esta deuda se renovaba con Letes a plazos muy cortos (menos de un año), mientras que en 2009 se estiraron los plazos con bonos que venen recién en 5 y 7 años.

Además, la composición de los vencimientos es muy favorable para el Gobierno. Más de un cuarto está en manos de Organismos Públicos y, de los pagos de bonos (60% de las obligaciones totales), a la ANSES le corresponden más del 20%. Es decir, que el 40% de los vencimientos de deuda se queda dentro del sector público. Por lo tanto, quedaría un resto de US\$ 8.900 M, compuesto por US\$ 2.100 M de Organismos

Vencimientos de deuda 2010

Millones de US\$

	Pesos + CER	Pesos	USD	TOTAL
1. Org. Internacionales	0	0	2.052	2.052
2. Bonos	2.961	1.604	4.193	8.758
3. Intra-sector público	0	3.724	341	4.065
TOTAL	2.961	5.328	6.585	14.875
Bonos:				
Tenencia ANSES	304	1.312	343	1.959
Mercado	2.657	292	3.850	6.799

Fuente: LCG en base a Mecon

Internacionales y US\$ 6.800 M de vencimientos de bonos en manos del sector privado.

Desde el punto de vista del programa financiero, el canje de deuda ajustada con CER recientemente anunciado no generaría un ahorro considerable. Es más un intento de dar una buena señal, que de generar un alivio financiero. Por ejemplo, el canje de los bonos Pre 9 y Pro 12 por \$ 8.100 M conlleva un ahorro en 2010 de sólo \$ 526 M (asumiendo una participación del 75%).

Finalmente dentro de las obligaciones totales del Gobierno Nacional cabe incluir el financiamiento que requerirán las provincias (estimado en \$ 17.000 M ó US\$ 4.052 M) y las recompras por US\$ 2.200 M que debe realizar el Tesoro por exceso de crecimiento (del año 2008).

El Gobierno contaría con fuentes de financiamiento por US\$ 15.000 M, más de la mitad de estas fuentes (US\$ 8.200 M) son las renovaciones y nuevas emisiones de deuda intra-sector público. El resultado primario puro, sin considerar las “utilidades” del BCRA y las rentas por títulos públicos de la ANSES sería de apenas US\$ 1.130 M. De esta manera, **el saldo a financiar en 2010 asciende a US\$ 6.000 M (2% PBI)**, cifra que resulta manejable en las condiciones actuales y muy manejable en caso de retornar a los mercados voluntarios de financiamiento.

Como se observa, **el 2010 no presenta mayores riesgos para las cuentas del Gobierno Nacional**, aunque la **persistencia en utilizar los salvavidas de emergencia pone a la economía en un sendero de mayor riesgo.** Naturalmente, un *shock* de confianza podría revertir la situación macro sin mayores dificultades, el problema es que el Gobierno no parece dispuesto a desandar este camino.

Donde sí se avizora una fuente potencial de conflicto es en las provincias, como consecuencia de sus urgencias fiscales.

PROGRAMA FINANCIERO 2010

Millones de US\$

	Pesos + CER	Pesos	USD	TOTAL
1. OBLIGACIONES	5.115	9.381	6.585	21.081
1.1 DEUDA	2.961	5.328	6.585	14.875
1.2 OTROS	2.154	4.052	0	6.206
Recompras	2.154	0	0	2.154
Financiamiento Pcias.	0	4.052	0	4.052
2. FUENTES	2.851	9.967	2.184	15.002
2.1 PRIMARIAS	394	4.931	1.500	6.824
Rdo. primario "puro"	0	1.130	0	1.130
Cuasifiscal BCRA	0	2.886	0	2.886
Org. Internacionales	0	0	1.500	1.500
Adelantos transitorios	0	1.182	0	1.182
Pago neto canje CER 2009	394	-268	0	126
2.2 SECUNDARIAS	2.458	5.036	684	8.178
Renovación deuda ANSES	304	1.312	343	1.959
Renovación resto S. Público	0	3.724	341	4.065
Recompras (a la ANSES)	2.154	0	0	2.154
3. SALDO A FINANCIAR	2.264	-587	4.401	6.079

Fuente: LCG en base a BCRA

Esta disputa tendrá su campo de batalla en la discusión parlamentaria que se avecina. Si bien el canje de automaticidad por discrecionalidad podría ser absorbido sin mayores consecuencias fiscales por el Gobierno Nacional, **la que sí quedaría herida es su capacidad de disciplinamiento político.** Resulta inimaginable que este proceso tendiente a una mayor automaticidad de las transferencias Nación-Provincias sea fruto del consenso; esto es, difícilmente será el resultado de un proceso de discusión política no traumático.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.