

2

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN ARGENTINA

**Ramiro Albrieu
Eduardo Ariel Corso
José María Fanelli***

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN ARGENTINA

I. INTRODUCCIÓN

Históricamente, la cuestión fiscal ha estado en el centro de las crisis y los episodios de alta volatilidad en la macroeconomía argentina (Fanelli *et al.*, 2007). Sin embargo, durante el período que siguió a la crisis de la convertibilidad, la situación fiscal en Argentina ha mostrado una mejora que no tiene precedentes en las últimas décadas. Esta situación puede caracterizarse por sostenidos resultados superavitarios y una presión tributaria en niveles históricamente máximos. Si bien durante toda la década de los noventa se observó una marcada tendencia a la recuperación de los resultados primarios del sector público argentino (con excepción de los resultados provinciales hacia el final de la década), la mejora observada con posterioridad a la crisis del 2001-2002 es sustancial. Luego de alcanzar durante la década del noventa un promedio de $-0,2\%$ del PIB, el resultado primario promedio para el período 2002-2006 fue de $3,6\%$ del PIB.

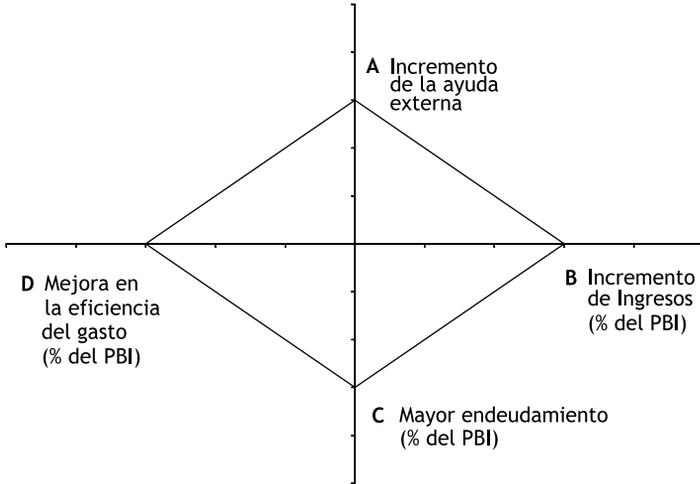
Varios factores han actuado como determinantes de esta nueva situación fiscal. A modo expositivo, dentro de este conjunto de factores podemos distinguir entre aquellos que afectaron los recursos del sector público y los que implicaron cambios en la estructura de gasto. Entre los componentes del primer subconjunto de factores podemos mencionar: A) las altas tasas de crecimiento alcanzadas por la economía a partir del año 2003. B) La implementación en etapas tempranas de la crisis de una serie de tributos distorsivos (gravámenes al comercio exterior y a las transacciones financieras) que cobrarían relevancia como herramientas recaudatorias durante el período de fuerte crecimiento económico. C) La mayor formalidad que fue alcanzando el mercado de trabajo durante el período 2003-2007. D) El fuerte incremento observado en el valor de las exportaciones del país. Sobre este último punto confluyeron un conjunto de causas.

En primer lugar, la ganancia de competitividad precio que implicó el régimen monetario-cambiario establecido en el período 2002-07 (régimen que tuvo variaciones durante el período). En segundo lugar, el incremento observado en los precios internacionales de los principales productos exportados por la Argentina. Sin embargo, como hemos mencionado previamente, esta nueva situación fiscal no puede ser sólo caracterizada por aquellos factores que implicaron cambios en los recursos del sector público, sino también en sus gastos. Al respecto, el principal cambio observado luego de la crisis de la convertibilidad ha sido el efecto de la reestructuración de la deuda pública sobre las erogaciones corrientes del sector. En efecto, luego de anunciar el incumplimiento de la estructura contractual de la deuda pública a fines de 2001, el gobierno argentino enfrentó un proceso de reestructuración unilateral de su deuda que finalizó en el primer trimestre de 2005. Como resultado del mismo, se aplicó una quita sobre el capital de la deuda pública involucrada. Esta quita fue instrumentada mediante la colocación de un monto inferior de nueva deuda, a mayor plazo. De esta manera, el proceso implicó un cambio profundo en las erogaciones de intereses. Luego del finalizar la década del noventa con una creciente presión de los pagos de intereses sobre los gastos corrientes totales del sector, la cesación de pagos, seguida por la reestructuración unilateral de la deuda pública redujo sensiblemente este monto, aliviando el resultado financiero del sector.

En este contexto, este trabajo es evaluar las oportunidades que esta nueva situación fiscal genera para la coordinación de políticas a nivel regional en pos de fomentar el crecimiento económico en el MERCOSUR. Los elementos analíticos utilizados en el trabajo serán articulados mediante la noción de espacio fiscal para el crecimiento. La literatura especializada denomina espacio fiscal a los recursos en el presupuesto del sector público que proveen los medios necesarios para el gasto deseado sin alterar la sostenibilidad de su posición financiera o la estabilidad de la economía (ver Heller, 2005; Heller *et al.*, 2006). El Banco Mundial (2006) ha propuesto una metodología para caracterizar el espacio fiscal existente. El núcleo de la misma es un “diamante” que identifica las vías para crear mayor espacio fiscal. El diamante tiene en sus vértices cuatro factores: mayor endeudamiento, aumento de los recursos tributarios, incremento de la ayuda externa, y mejora en la eficiencia del gasto (ver grafico I.1).

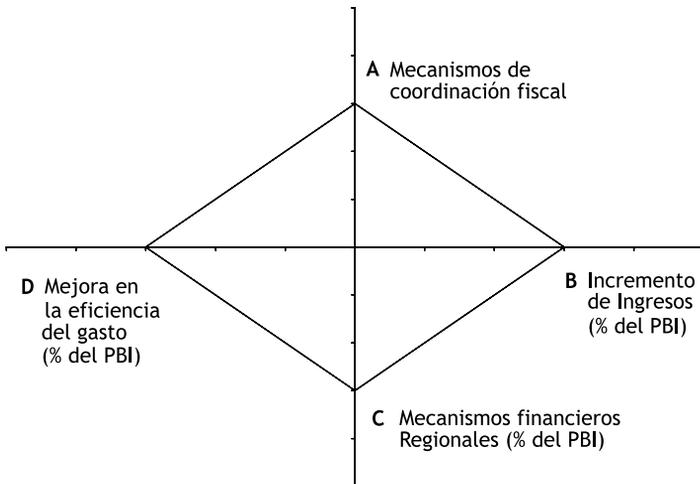
Si bien este enfoque de espacio fiscal es útil para países de menor desarrollo, para las hipótesis que queremos testear en este trabajo —que involucra países de ingreso medio que están pasando por una situación de cierta holgura en su liquidez externa— hay que realizar algunos cambios. Más específicamente, si bien la mejora en la eficiencia del gasto y los ingresos tributarios son críticas, los otros dos elementos deben ser modificados. En primer lugar, dado que la ayuda externa no es un factor relevante para países como Uruguay, Brasil o la Argentina, la reemplazamos por otro factor extra-nacional que puede potencialmente jugar un papel en la creación de espacio fiscal para crecer en el MERCOSUR: los “Mecanismos de coordinación fiscal regional”. En segundo lugar, dado que en la situación actual la

Gráfico I.1



región está exportando capitales y acumulando reservas, un mayor endeudamiento no es necesario para generar espacio fiscal. En función de esto, reemplazamos ese factor por “Mecanismos financieros regionales” orientados a mejorar la asignación del ahorro externo y el manejo de los riesgos y la liquidez internacional (ver gráfico I.2).

Gráfico I.2



A partir de esta noción integradora de espacio fiscal, en el presente trabajo se analizarán los determinantes del cambio en la situación fiscal de la Argentina durante el período posterior a la crisis, y cómo esta nueva situación puede traducirse en un mayor espacio fiscal. En este sentido, se evaluará el grado de sostenibilidad de la deuda del sector y, se evaluarán las oportunidades que el mayor espacio fiscal y la mayor disponibilidad de liquidez externa han creado para lograr coordinación a nivel regional con el objeto de generar nuevas oportunidades de crecimiento.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente manera: En la sección II se caracteriza el nuevo espacio fiscal en la Argentina. Para ello se analizarán detalladamente los principales factores que incidieron en los recursos y gastos del sector durante el período 2003-2007. En la sección III realizará un análisis de la sostenibilidad de la deuda del sector, utilizando métodos estocásticos. En la sección IV se analizarán los efectos de la reestructuración de la deuda y el nuevo régimen macroeconómico en este nuevo espacio fiscal. Por último, en la sección VI se presentan las conclusiones.

II. EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS FISCALES

II.1 Trayectoria reciente

Luego de la crisis de 2002, la economía argentina se embarcó en un proceso de recuperación económica que no tiene precedentes en la historia reciente del país. El bajo traslado a precios de la devaluación y un régimen cambiario que procuró mantener la paridad de la divisa depreciada respecto al dólar en relación al período previo, determinaron un cambio de precios relativos que incentivó la demanda externa de bienes transables, generando un fuerte incremento en el saldo comercial argentino. La significativa mejora en el intercambio comercial, conjuntamente al incumplimiento en las obligaciones de pago por parte del sector público, significó una mejora en el saldo de cuenta corriente.

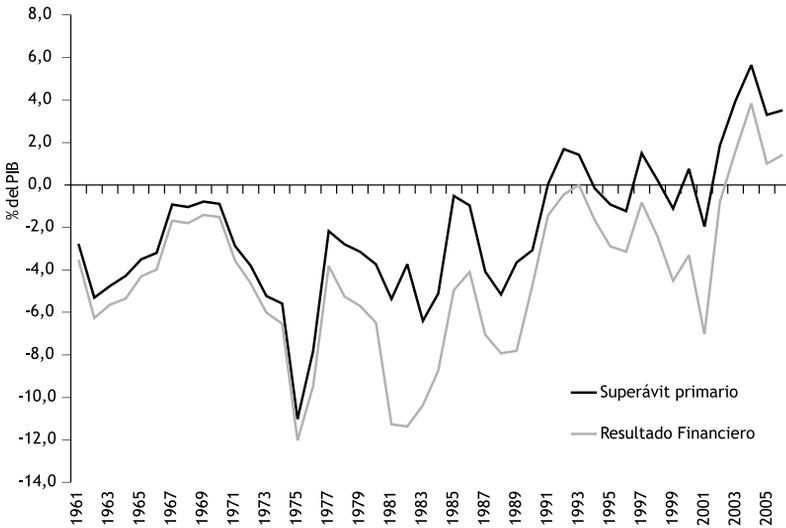
Durante los meses que siguieron a la crisis, a medida que el tipo de cambio nominal se estabilizó, las expectativas de depreciación fueron menguando en la segunda mitad de 2002 y principios de 2003. De esta manera, la demanda voluntaria de activos financieros domésticos comenzó a normalizarse, y con ello el saldo negativo de cuenta financiera. En consecuencia, el mercado de cambios paulatinamente comenzó a mostrar un exceso de oferta de divisas. Dado su objetivo de mantener el tipo de cambio estable y depreciado, la autoridad monetaria comenzó intervenir en el mercado de cambios. Con el país en su conjunto acumulando activos externos y un banco central interviniendo en el mercado de cambios, el período se caracterizó por un constante aumento en las reservas por parte del banco central.

La recuperación del nivel de actividad, un régimen cambiario que incentivó la competitividad precio de la economía y la disminución del pago de intereses de la deuda pública como consecuencia de la cesación de pagos, implicaron una mejora en los resultados fiscales a partir de 2002, sin precedentes en la historia argentina de los últimos cuarenta años (ver gráfico II.1).

Como puede observarse en el gráfico, el resultado financiero del sector público argentino fue estructuralmente negativo en el período 1961-2001, a pesar de la sustancial mejora en el resultado primario durante la década del noventa. Sin embargo, el desempeño de las cuentas públicas con posterioridad a la crisis de 1990 implicó un quiebre estructural en la serie histórica.¹ En particular, desde la salida de la convertibilidad se registra una trayectoria superavitaria que es en

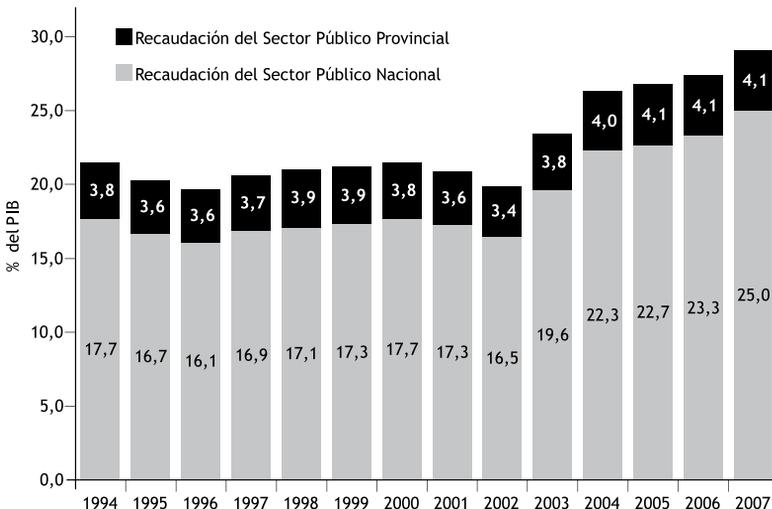
1 Si tomamos dos períodos (1961/1991 y 1992/2006) podemos ver que el valor promedio de los superávits fiscales primario y financiero son estadísticamente diferentes. Véase el apéndice I.

Gráfico II.1
Evolución del resultado primario y financiero argentino (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Gráfico II.2
Evolución de la presión tributaria (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

sí novedosa. Los elementos que permitieron esta mejora en los flujos del sector fueron el resultado de cambios en el contexto macroeconómico, como así también innovaciones particulares en la política fiscal. Con respecto a este último punto, dos elementos centrales son la implementación y mantenimiento de nuevos tributos, y la renegociación de la deuda pública. En lo que resta de la presente subsección nos enfocaremos en detalle sobre ambas cuestiones.

Durante el período 2003-2007, la presión tributaria del sector público argentino aumentó más de 5 puntos porcentuales del PIB respecto al período 1994-2002. Esta variación en términos recaudatorios se debió principalmente al desempeño del sector público nacional. En el gráfico II.2 se observa la evolución de la presión tributaria discriminada entre nación y provincias.

Las causas de este incremento están profundamente ligadas a la evolución de variables macroeconómicas relevantes (producto, inflación, empleo registrado, tipo de cambio y salarios) pero también a los cambios en la legislación tributaria que incorporó impuestos considerados de “emergencia” durante el período de crisis, y que fueron mantenidos hasta la actualidad debido a su eficiencia recaudatoria. Nos referimos en particular al impuesto a los débitos y créditos bancarios y a las retenciones a las exportaciones. Tanto los impuestos a los débitos y créditos como a las exportaciones son impuestos distorsivos que gravan a las transacciones financieras con una alícuota del 7 por mil y a las exportaciones con alícuotas que van desde el 4% al 45% dependiendo del tipo de productos de que se trate. Estos dos nuevos tributos han aportado más del 17% de la recaudación del Sector Público Nacional durante el período 2001-2007. Esto implica un aporte del 4,4% de la presión tributaria (correspondiendo 1,9% a los débitos y créditos y 2,5% a los derechos de exportación).

A pesar de la creciente participación que estos tributos “no tradicionales” han tenido durante los últimos años, el sistema tributario argentino continúa emplazado sobre sus dos pilares fundamentales: el impuesto a las compras de bienes (IVA) y a las ganancias de personas y empresas. Estos dos tributos representaron conjuntamente más del 50% de la recaudación total en el período 2001-2007.

En el caso del IVA (tributo asociado a la evolución del consumo y al nivel de precios) su participación cayó de manera constante desde 1996 en adelante, alcanzando valores mínimos en 2002-2003. De allí en adelante, se ha observado una recuperación en su participación, aunque aún se encuentra considerablemente por debajo de los niveles observados en 1996. En el caso del impuesto a las ganancias, se observó una participación creciente durante la última década, sólo interrumpida por la crisis de 2002.

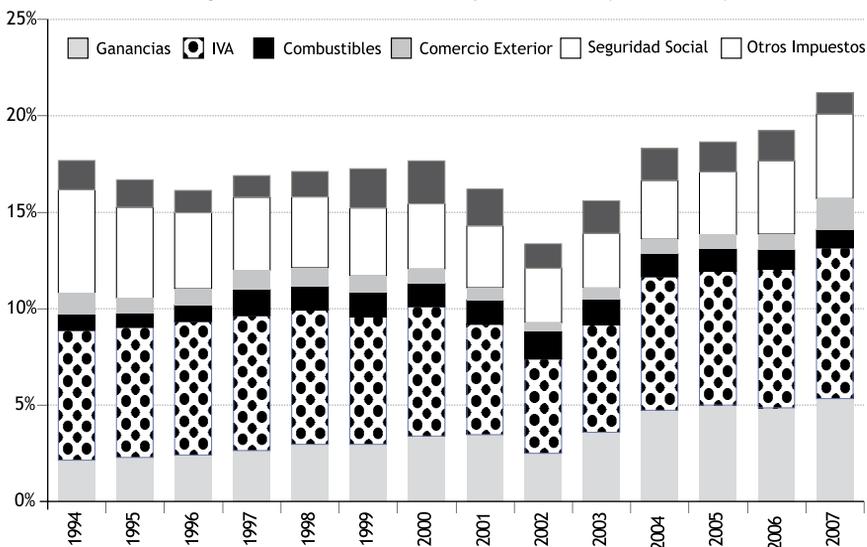
La creciente participación de los tributos no tradicionales alcanzó en 2006 el 20% de la recaudación total. El importe recaudado durante 2006 equivale a dos veces el resultado financiero del período. El cuadro II.1 y el gráfico II.3 comparan

Cuadro II.1
Evolución de la presión tributaria nacional (% del PIB)

Periodo	Ganancias %	IVA %	Débitos y Créditos %	Combustibles %	Comercio Exterior %	Seguridad Social %	Otros %	Total %
1994	2,1	6,7	0,0	0,8	1,1	5,4	1,5	17,7
1995	2,3	6,8	0,0	0,7	0,8	4,7	1,4	16,7
1996	2,4	6,9	0,0	0,9	0,9	4,0	1,2	16,1
1997	2,6	7,0	0,0	1,3	1,0	3,8	1,1	16,9
1998	2,9	7,0	0,0	1,2	1,0	3,7	1,3	17,1
1999	3,0	6,6	0,0	1,3	0,8	3,5	2,0	17,3
2000	3,4	6,7	0,0	1,2	0,7	3,4	2,2	17,7
2001	3,5	5,7	1,1	1,3	0,6	3,2	1,9	17,3
2002	2,5	4,9	1,6	1,4	2,0	2,8	1,3	16,5
2003	3,6	5,6	1,6	1,3	3,0	2,8	1,7	19,6
2004	4,7	6,9	1,7	1,2	3,0	3,0	1,7	22,3
2005	5,0	6,9	1,8	1,1	3,1	3,3	1,6	22,7
2006	4,9	7,2	1,8	1,0	3,1	3,8	1,6	23,3
2007	5,3	7,8	1,9	0,9	3,4	4,4	1,1	24,9

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Gráfico II.3
Evolución de la presión tributaria nacional sin derechos de exportación, ni débitos y créditos (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

la evolución de la presión tributaria del sector público nacional con y sin derechos de exportación y tributos a los débitos y créditos bancarios.

Tal como puede observarse, la presión tributaria del gobierno nacional se incrementó durante el período 2003-2007 5,3 puntos porcentuales, alcanzando al 25% del PIB. Sin embargo, si no se contabilizan los tributos distorsivos, este incremento asciende a 3% del PIB. En términos de los resultados del sector público, la no contabilización de estos tributos *ceteris paribus* los demás componentes de la recaudación y los gastos, implicaría la extinción del resultado primario de 2007. Es justamente la eficiencia que han mostrado estos tributos como herramientas recaudatorias las que motivaron su mantenimiento en un período de alto crecimiento, cuando originariamente habían sido concebidos como tributos de “emergencia”.

En consecuencia, de la descripción de la evolución de los recursos tributarios podemos esbozar la siguiente conclusión relacionada con la evolución del espacio fiscal argentino con posterioridad a la crisis de 2002: los dos pilares sobre los que se basó el incremento en la presión tributaria fueron la incorporación de impuestos denominados “de emergencia”, mantenidos en el tiempo dada su eficiencia recaudatoria, y la recuperación de los tributos tradicionales como consecuencia del mayor nivel de actividad del período.

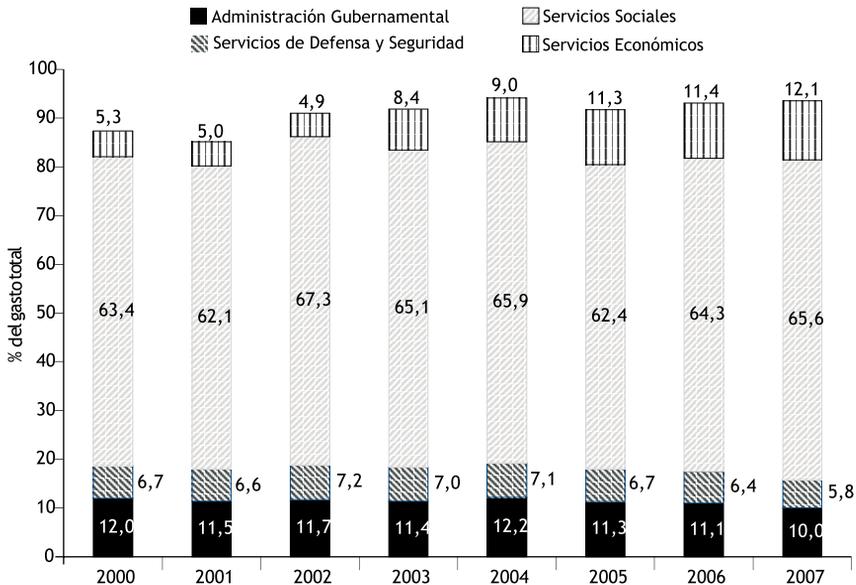
II.2 Trayectoria fiscal pro-crecimiento

Una mayor holgura fiscal afecta *per se* al crecimiento, en tanto reduce la probabilidad de crisis. Aparte de este *efecto indirecto*, siguiendo el enfoque de los modelos de crecimiento endógeno, podemos considerar que las cuentas fiscales afectan de *forma directa* a la trayectoria de crecimiento. Mientras que en los modelos de crecimiento exógeno la política fiscal no puede afectar la tasa de crecimiento del producto (Solow, 1956), en los modelos de crecimiento endógeno como el de Barro (1990) esto sí es posible. La política fiscal tiene un rol para jugar en el largo plazo. La misma afecta el crecimiento de la economía por distintos canales: 1) Aumentando la productividad de la inversión privada (gasto público en infraestructura y educación, generación y apoyo a la I+D, ver Lucas, 1988; Barro, 1990; Aghion y Howitt, 1992), 2) generando desplazamiento de la inversión privada (Devarajan *et al.*, 1996) o generando redistribución de la riqueza la que a su vez afecta el crecimiento (Persson y Tabellini, 1994). A continuación nos concentraremos en el punto (1) anterior.

Cuando se analiza la evolución del gasto público consolidado por finalidad durante el período 2002-2007, se observa que los componentes correspondientes a Servicios Sociales, Servicios Económicos y Deuda Pública presentan variaciones significativas.

Durante el período de la crisis, la participación del gasto público en servicios sociales incrementó su participación en 5,2% (ver gráfico II.4), alcanzando el 67,3% del gasto total en 2002. Este incremento es el resultado de la aplicación de distintas medidas tendientes a mitigar el efecto social de la crisis económica. En los años siguientes, la participación disminuyó suavemente ubicándose en 2005 en torno del 62,4%. Sin embargo, durante el año 2006 la participación de esta finalidad mostró un incremento del 1,9%, alcanzando el 64,3% del total. Este incremento fue el resultado de mayores erogaciones en educación y cultura, como así también de los incrementos en los haberes jubilatorios, mayores asignaciones familiares y gasto en obras sociales.

Gráfico II.4
Evolución del gasto público consolidado por finalidad
(% del gasto total)



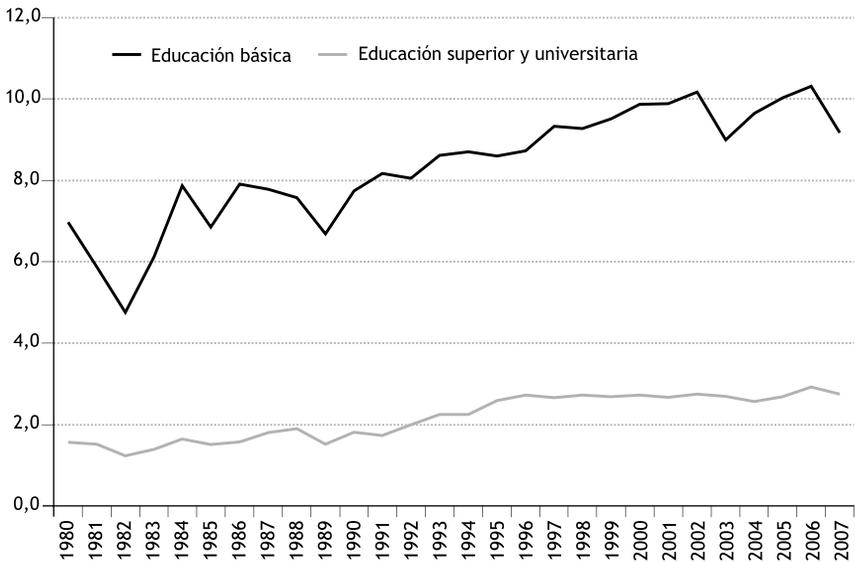
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Con respecto a la evolución del gasto público en servicios económicos, se observa un aumento de la participación a partir de 2003. Estas variaciones estuvieron originariamente vinculadas con elementos generados durante el período de crisis. Por ejemplo, durante el 2003 el incremento observado responde fundamentalmente al rescate de LECOP por parte del gobierno nacional. De la misma manera, en 2005 el incremento se debió fundamentalmente a transferencias a entidades financieras correspondientes a la pesificación asimétrica. Sin embargo, durante los últimos

años los incrementos registrados en la participación están directamente vinculados con mayores transferencias al sector transporte, energía, combustibles y minería, en concepto de subsidios. Esta tendencia creciente de las transferencias a empresas vinculadas con los servicios públicos continuó a mayores tasas durante 2007. Adicionalmente, los subsidios al sector privado se vieron reforzados durante el último año como consecuencia de la implementación de un mecanismo destinado a otorgar subsidios al consumo interno, a través de industriales y operadores que venden en el mercado interno productos derivados del trigo, maíz, girasol y soja.

Con respecto específicamente a aquel gasto que puede implicar complementariedad o incentivos a la inversión, debe mencionarse que durante las últimas se ha observado una tendencia creciente en la participación de los gastos en educación.

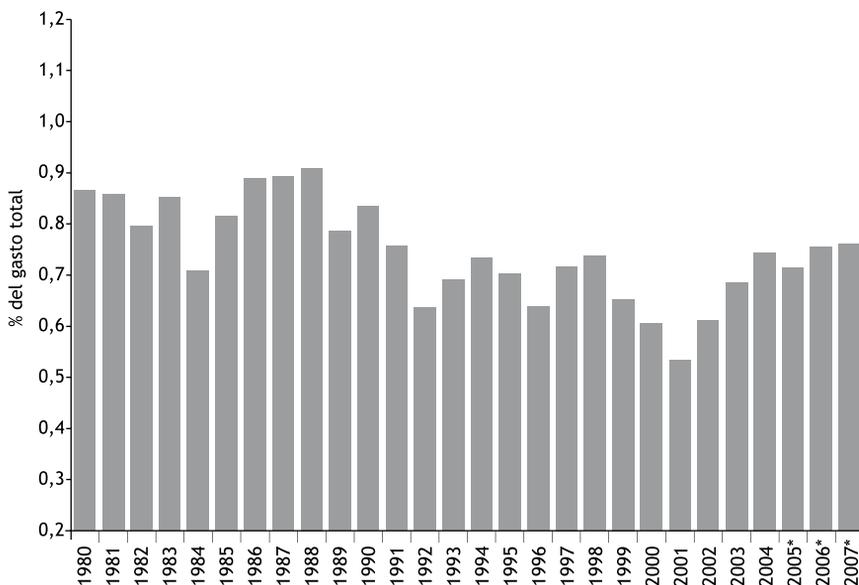
Gráfico II.5
Evolución del gasto público en educación
(% del gasto total)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Como puede observarse en el gráfico II.6, los valores de las participaciones de los gastos en educación se encuentran en los niveles más altos de las últimas tres décadas. Sin embargo, no se observa lo mismo en el caso de los gastos en ciencia y técnica. En este último caso, si bien a partir de la crisis de 2001-2002 se observa una marcada recuperación de la participación sobre los gastos totales, la tendencia de los últimos 30 años es decreciente.

Gráfico II.6
Evolución del gasto público en ciencia y técnica
(% del gasto total)

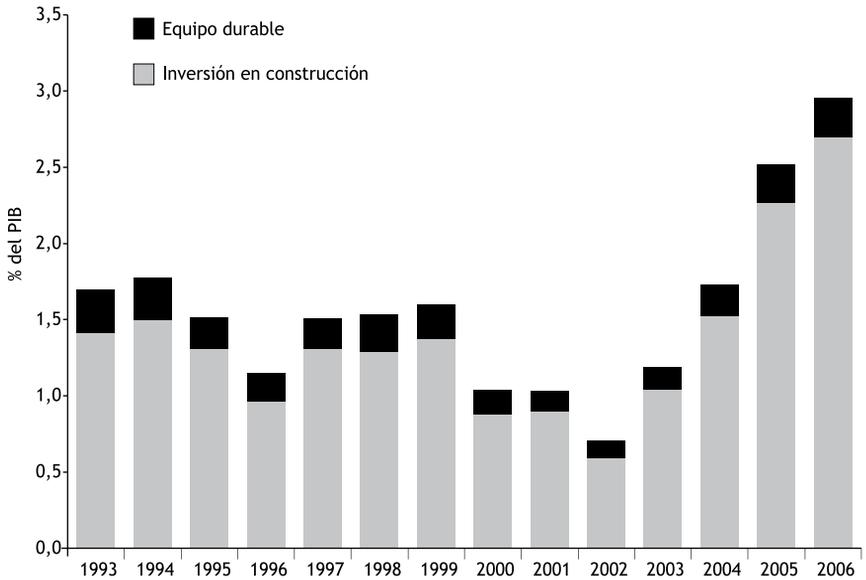


Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Por último, en el caso de la inversión pública se observa un fuerte incremento en el período 2003-2007. En términos del PIB, la inversión pública pasó de 0,7% en 2002 a 3,2% (ver gráfico II.7) en 2007. Esto implica que el incremento en el ahorro del sector público fue acompañado de un incremento en la inversión, aunque en menor magnitud, hecho que explica la existencia de un resultado financiero positivo.

De esta manera, en función de la descripción de la evolución del gasto público realizada previamente, obtenemos las siguientes conclusiones. Primero, que el mayor espacio fiscal observado en el período 2003-2007 no fue acompañado de un marcado incremento en la participación de los gastos en educación sobre los gastos totales. Sólo en el caso de educación superior se observa un leve incremento en la participación respecto a los niveles observados durante la segunda mitad de los noventa. Segundo, que si bien durante el período se observa un incremento en la participación de los gastos en ciencia y técnica sobre las erogaciones totales, la participación no alcanza los niveles observados durante la década del ochenta, y es levemente superior a los valores de los noventa. Tercero y último, que el período se caracteriza por una marcada recuperación de la inversión pública.

Gráfico II.7
Evolución del ratio inversión pública / PIB



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Las participaciones observadas resultan significativamente superiores a las de la década previa. En términos de sus componentes, la recuperación de la inversión pública está concentrada en infraestructura.

III. ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA Y RÉGIMEN CAMBIARIO

III.1 Estructura de la deuda pública y espacio fiscal

Hemos visto más arriba las modificaciones recientes en el espacio fiscal de argentina en lo referido a los *flujos* del gobierno. Sin embargo, en muchas ocasiones el espacio fiscal se ha visto afectado por las características de la matriz de acreencias y obligaciones del gobierno, i.e. los stocks. Los problemas de alto endeudamiento y de descalce, tanto de monedas como de plazos, han estado en el centro de las crisis macroeconómicas y por esta vía han afectado al crecimiento económico. Esta subsección se dedicará entonces a estudiar los cambios en el patrón de endeudamiento del estado argentino y sus efectos sobre el espacio fiscal.

La declaración de cesación de pago de la deuda pública no involucró a la totalidad de los pasivos del sector. En términos generales, exceptuó a aquellas emisiones de deuda resultantes del colapso de la convertibilidad y a ciertas obligaciones que componían una parte significativa de los activos de las entidades financieras locales, y que habían sido emitidas durante los dos años previos a la crisis, en un contexto de creciente dificultad para colocar deuda en los mercados internacionales. Estos instrumentos no *defaulteados* fueron pesificados. En otras palabras, si bien no se dejaron de pagar las obligaciones contractuales sobre estos instrumentos, de hecho el contrato se vio vulnerado al modificarse su moneda de denominación. Tras una dura negociación con los acreedores externos, el canje de la deuda en cesación de pagos comenzó hacia fines de 2004 y culminó en marzo de 2005. El monto de deuda defaulteada fue de aproximadamente el 53,6 % del stock de deuda pública bruta al 31 de diciembre de 2004.

En términos de niveles, los títulos públicos defaulteados y “elegibles” para ser reestructurados en el marco del canje de deuda ascendía a us\$ 81.836 millones. La oferta de canje implicaba la emisión de nueva deuda con fecha 31 de diciembre de 2003. La propuesta del gobierno argentino establecía un monto máximo de emisión de nueva deuda por us\$ 38.500 millones en el caso de que la aceptación fuera inferior o igual al 70%, y us\$ 41.800 millones en el caso que la aceptación fuera superior a ese porcentaje. La deuda elegible constaba de 152 bonos, que serían canjeados por 3 nuevos instrumentos: Los bonos par, los bonos cuasipar y los bonos con descuento. Los montos a emitir de cada uno de estos instrumentos dependerían del escenario de aceptación (con excepción de los bonos cuasipar que tenían como destino a las AFJP). Todos los bonos a emitirse, en ambos escenarios previstos, incorporaban adicionalmente Unidades Ligadas al Crecimiento del PBI, cuyo pago sería contingente a la evolución de la economía.

El monto de deuda que ingresó al canje alcanzó el 76.14% de los bonos “elegibles” (us\$ 62.318 millones) constituyéndose *holdouts* (deuda de aquellos acreedores que voluntariamente decidieron no ingresar al canje) por un total de us\$ 19.518 millones. Como resultado, el stock de deuda bruta del sector público nacional se redujo de us\$ 191.296 millones en diciembre de 2004 a us\$ 126.567 millones en marzo de 2005 (una reducción del 33.8%).

En reemplazo de los us\$ 62.318 millones en bonos en cesación de pagos que ingresaron al canje de deuda, se emitieron us\$ 35.262 millones de nuevos bonos par, cuasi-par y con descuento. Estos bonos son a tasa fija, y las principales características de su estructura financiera se presentan en el cuadro III.1.

El cuadro III.2 muestra el detalle de los nuevos instrumentos emitidos respecto a la moneda y legislación. Como puede observarse, el mayor porcentaje (44%) corresponde a instrumentos emitidos en moneda nacional, y el 49,2% (44% + 5,1%) a legislación argentina.

El canje de deuda no implicó cambios significativos en la composición entre tasa fija y variable. Mientras que en el cuarto trimestre de 2001 el porcentaje de la deuda pública a tasa fija era del 60,2%, en el tercer trimestre de 2005 (primer trimestre posterior al canje), este porcentaje ascendía al 63,2%, y a 65,5% en el tercer trimestre de 2006. Donde sí implicó cambios significativos es en la composición por moneda, en el nivel de la tasa promedio ponderada por instrumento, y en la vida promedio de la deuda. Estos elementos serán relevantes para el impacto del canje sobre la sostenibilidad de la deuda pública, tema que abordaremos en la sección IV.

Con respecto a la composición por moneda, en diciembre de 2001 el 66% de la deuda bruta del sector público nacional se encontraba denominada en dólares, y tan sólo el 3,0% en pesos. Con posterioridad al canje de comienzos de 2005 este porcentaje se modificó sustancialmente. La deuda pública denominada en pesos pasó a representar el 37% del total, igual porcentaje que la deuda en dólares (ver cuadro III.3).

Respecto a las modificaciones de la tasa promedio ponderada, para el total de la deuda pública pasó de 6,4% en el cuarto trimestre de 2004 a 3,4% en el tercer trimestre de 2005. En términos de la desagregación por instrumentos, el mayor cambio se observó en los títulos (ver cuadro III.4).

Por último debe mencionarse que la vida promedio de la deuda pública se incrementó desde un promedio de 5 años en el primer trimestre del 2005 a 13 años en el tercer trimestre de 2006. La conclusión que se desprende del análisis previo es la siguiente. El canje de la deuda pública argentina finalizado en el primer trimestre de 2005 implicó un cambio sustancial en términos de moneda, tasa y vida promedio de la deuda. Sin embargo, a pesar de la magnitud de la quita sobre el valor nominal de la deuda original, Argentina continúa teniendo un alto nivel de endeudamiento.

Cuadro III.1
Característica de los nuevos bonos emitidos en el canje

Bono	Emisión (en miles de millones)		Descuento %	Cupón Anual %	Vencimiento (año)	amortización (comienza año)	Observaciones												
	Escenario I (*) u\$s	Escenario II (**) u\$s																	
Par	10,0	15,0	0,0	Creciente	2038	2029	Cupón 1,33% los primeros 5 años; 2,50% del año 6 al 15; 3,75% del año 16 al 25; 5,25% en adelante. Pagos de amortización semestrales iguales.												
Descuento	20,2	18,5	66,3	8,3	2033	2024	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Año</th> <th>Cash</th> <th>Capit.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1 al 5</td> <td>3,97%</td> <td>4,31%</td> </tr> <tr> <td>6 al 10</td> <td>5,77%</td> <td>2,51%</td> </tr> <tr> <td>11 al 30</td> <td>8,28%</td> <td>0,00%</td> </tr> </tbody> </table>	Año	Cash	Capit.	1 al 5	3,97%	4,31%	6 al 10	5,77%	2,51%	11 al 30	8,28%	0,00%
Año	Cash	Capit.																	
1 al 5	3,97%	4,31%																	
6 al 10	5,77%	2,51%																	
11 al 30	8,28%	0,00%																	
Cuasi-par	24,3	24,3	30,1	3,3	2045	2036	Capitalización del cupón de interés durante los 10 primeros años. Pagos de amortización semestrales. El capital se ajusta por CER.												

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Cuadro III.2
Características de la nueva deuda (por moneda y legislación)
(Millones de us\$)

Bono	Dólares		Euros	Yenes	Pesos	Total
	Ley NY	Ley Arg.	Ley U.K.	Ley Japón	Ley Arg.	
Par	5313	1426	6391	196	1854	15000
	15,10%	3,50%	18,10%	0,60%	5,30%	42,60%
Discount	3088	566	2879	54	5345	11932
	8,80%	1,60%	8,20%	0,20%	15,20%	34,00%
Cuasi-par					8329	8329
					23,40%	23,40%
Total	8401	1812	9270	250	15528	35262
	23,80%	5,10%	26,30%	0,70%	44,00%	100%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Cuadro III.3
Composición de la deuda pública bruta por moneda
(pre y post canje)

Moneda	Dic-01 %	Abr-05 %
Pesos	3,0	37,0
Dólares	66,0	37,0
Euros	15,0	14,0
Yenes	3,0	2,0
Resto	13,0	10,0

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Cuadro III.4
Tasa promedio ponderada de la deuda pública por instrumento
(pre y post canje)

Instrumentos	2004 IV %	2005 III %
Tasa promedio ponderada	6,4	3,4
Títulos públicos	8,3	2,6
Bonos y pagarés emitidos en moneda nacional	2,0	2,1
BODEN emitidos en dólares estadounidenses	2,0	4,0
Títulos emitidos en dólares estadounidenses(*)	11,6	2,4
Bonos emitidos en otras monedas	8,7	2,0
Préstamos garantizados	4,2	4,2
Organismos internacionales	4,5	5,0
Organismos oficiales	4,3	4,4
Banca comercial	4,9	5,5
Deuda garantizada	2,0	2,0

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Como veremos en la próxima sección, si bien en términos de sostenibilidad el canje implicó un cambio sustantivo, el alto nivel de endeudamiento que aún presenta el país es un punto a tener en cuenta como condicionante del mayor espacio fiscal alcanzado.

III.2 Régimen monetario-cambiario y espacio fiscal

En la Argentina las crisis asociadas a episodios de fragilidad externa fueron en realidad el reflejo de los problemas del sector público para hacer frente a sus obligaciones de deuda con el sector externo. En ese sentido, el régimen cambiario importa al espacio fiscal porque influye en cuánta liquidez internacional posee el país y adicionalmente afecta a la distribución doméstica o interna de dicha liquidez. En lo que sigue estudiaremos las principales características del régimen cambiario implementado en los últimos años.

El contexto en el cual la devaluación de diciembre de 2001 se llevó a cabo determinó una moderada sobre-reacción del tipo de cambio nominal y un bajo traslado a precios de la devaluación. Dos elementos fueron fundamentales en este sentido. En primer lugar, férreas restricciones a la intermediación financiera

a través de la implementación del corralito y corralón bancarios (inmovilidad de los depósitos bancarios), que condicionaron la liquidez del sector privado no financiero, deteriorando la demanda de dólares. En segundo lugar, el contexto de demanda de bienes deprimida, alto desempleo y un mercado de trabajo que había sido expuesto a un prolongado proceso de desregulación. Estos elementos fueron piezas influyentes en la falta de respuesta de los salarios nominales al aumento de precios que implicó la devaluación.

Desde una perspectiva de precios relativos, aquellos sectores beneficiados por el abaratamiento de la divisa doméstica vieron incrementarse fuertemente sus márgenes (cf. Albrieu *et al.*, 2006). A medida que aumentaba la demanda externa por sus productos, los costos domésticos mostraron un incremento moderado, dada la frágil situación del mercado de trabajo. Este incremento en la rentabilidad de los sectores productores de transables fue el principal impulsor del proceso de recuperación a partir del tercer trimestre de 2002.

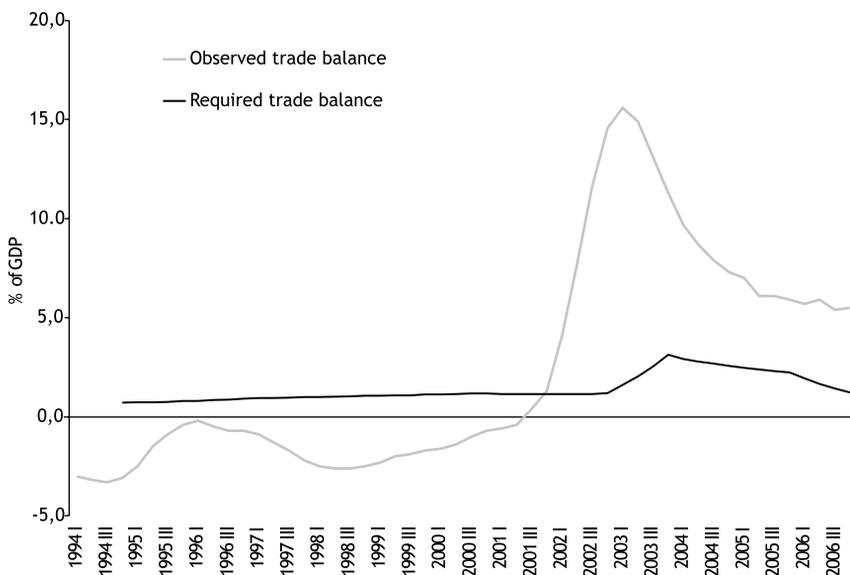
Durante los primeros meses que siguieron a la devaluación, la implementación de medidas tendientes a obligar a la liquidación de las divisas provenientes de las exportaciones en el mercado de cambios atenuó el aumento del tipo de cambio nominal. La combinación de un moderado *overshooting*, y el bajo traslado a precios de la devaluación desincentivaron las expectativas de depreciación, reduciendo la incertidumbre de corto plazo. De esta manera, los agentes comenzaron a recomponer la demanda por activos financieros domésticos. En este contexto, el incremento de los márgenes permitió el autofinanciamiento de la actividad productiva, cuando la intermediación bancaria era aún limitada.

A medida que el sostenimiento en el tiempo de los mayores márgenes de los sectores productores de bienes transables comenzó a tener efectos en el nivel de actividad, el tipo de cambio real alto comenzó a ser visto por los responsables de política como un posible objetivo deseable de política monetaria. La Argentina comenzó a experimentar un proceso de fuerte acumulación de divisas, provenientes de 1) un intercambio comercial estimulado por la depreciación del peso, 2) un escenario internacional favorable en términos de precios, 3) un menor pago de intereses al exterior como consecuencia del *default* de la deuda pública y posterior reestructuración y 4) una cuenta capital deficitaria, que paulatinamente se recomponía, a medida que se suavizaban las expectativas de depreciación de la moneda doméstica y se aceleraba el nivel de actividad.

Este proceso de acumulación de activos externos —resultante del superávit de cuenta corriente—, y la reestructuración de la deuda pública, implicaron una sustancial mejora en los indicadores de sostenibilidad externa. Un hecho remarcable y con pocos antecedentes en la historia del país, es que el superávit de cuenta corriente sobrevivió a la aceleración en el crecimiento y el aumento en el ratio de inversión / PIB. Esto, obviamente fue posible gracias a la significativa recomposición del ahorro doméstico, tanto público como privado.

Este resultado es muy llamativo en función de la evolución pasada de estas variables. La mejora en términos de la sostenibilidad externa puede ilustrarse aplicando el indicador que se presenta en la sección IV para el caso de la deuda pública y que se explica en el apéndice II. El gráfico III.1 muestra la evolución del superávit comercial requerido para mantener el ratio deuda externa / PBI constante. El cociente utilizado para finales de 2006 fue de 48,8%. Como puede apreciarse, mientras que el superávit requerido fue de 1,2% del PIB, el superávit efectivamente generado en 2006 fue del 5,5%. Bajo este criterio, la deuda externa total del país sería sostenible.

Gráfico III.1
Indicador de sostenibilidad externa (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Desde un punto de vista específico de la política monetaria, durante el período inmediatamente posterior a la crisis no era claro cual sería el régimen monetario-cambiario a implementar por parte de la institución monetaria rectora. Si bien a partir de 2003 el proceso de acumulación de reservas se aceleró, el nivel inicial del stock en el banco central era muy bajo, con lo que adoptar un régimen de tipo de cambio estrictamente fijo podría haber sido una opción muy riesgosa, incentivando comportamientos especulativos sobre el tipo de cambio. Por otra parte, establecer objetivos explícitos sobre precios en un contexto en el que los mecanismos de

transmisión de la política monetaria eran inexistentes resultaba inaplicable. De esta manera, la autoridad monetaria decidió simplemente continuar con la acumulación de divisas, sin establecer metas explícitas de ningún tipo.

Fue recién a partir del programa monetario 2003 donde se hizo explícita una meta sobre la base monetaria. Esta meta cuantitativa no implicó el establecimiento formal de un régimen de “target” monetario. De hecho, a mediados de 2003 la meta no fue cumplida, emitiéndose una “revisión” del programa. Paralelamente, el banco central profundizó los mercados de títulos propios (LEBAC) y de pases, haciéndose de instrumentos de política (más allá de la intervención en el mercado de cambios) para regular el nivel de base monetaria. De esta manera, el cumplimiento de estas metas originariamente tentativas fueron cobrando relevancia en el mensaje del banco central. A partir del año 2004 los programas monetarios del banco central aventuraron en su mensaje la importancia de dar cumplimiento a las metas superiores e inferiores explícitas sobre base monetaria, con el objeto que actuaran como “ancla” de las expectativas de los agentes, y dieran cierto grado de flexibilidad al manejo de política.

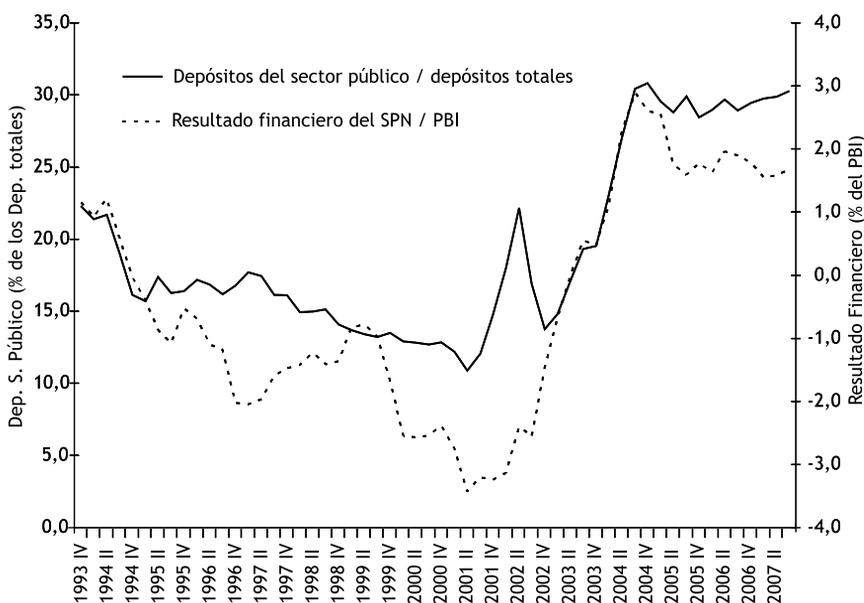
En el año 2006 se modificó la variable sobre la cual se establecería el “target” intermedio, sustituyéndose la base monetaria por M2. Desde el punto de vista de su representatividad sobre la demanda de dinero, la sustitución no carecía de sentido. En efecto, a medida que la economía crecía y se disipaba la incertidumbre de mediano plazo, la demanda de activos domésticos se profundizaba, y con ella la recomposición de la intermediación financiera. A pesar que el nivel de las transacciones bancarias se encontraba en franca recuperación, aún estaba en niveles muy lejanos respecto a los alcanzados en la década del noventa.

Si bien el reemplazo de la base monetaria por M2 como “target” intermedio tenía sentido dada la recomposición de la intermediación financiera, hubo determinantes tras esta decisión no menos significativos. En primer lugar, la creciente dificultad que enfrentaba la autoridad monetaria para estimar la demanda de dinero a medida que la inflación comenzó a acelerarse en 2006-2007. En segundo lugar, las crecientes dificultades que el banco central enfrentaba para esterilizar los efectos monetarios de la intervención en el mercado de cambios.

Estas dificultades se centraban en el paulatino incremento de la incertidumbre inflacionaria, que generaba una presión al acortamiento del plazo de los títulos. En este contexto, una política de esterilización activa a través de la colocación de títulos en el mercado primario implicaría convalidar mayores tasas de interés. Sin embargo, la autoridad monetaria se mostró reacia a hacerlo, revelando un posible conflicto entre el objetivo final de política del banco central, y del poder ejecutivo. Si ambas instituciones persiguieran un mismo objetivo de estabilidad de precios, no existirían razones para no desear convalidar mayores tasas. Sin embargo, dado que un objetivo prioritario para el poder ejecutivo era mantener un elevado crecimiento económico, la decisión de convalidar mayores tasas no parecía del todo deseable.

Dado este conflicto implícito en los objetivos de política, el mayor espacio fiscal resultó funcional a la política económica a través de tres elementos (cf. Albrieu y Corso, 2008). El primero es que la liquidez del sector público proveniente de sus resultados superávitarios cumplió un rol activo como fondeo del sistema financiero. En efecto, como puede observarse en el gráfico siguiente, el stock de depósitos del sector público en el sistema bancario muestra una alta correlación con los resultados del sector, alcanzando un monto superior al 30% de los depósitos totales (significativamente mayor a los valores observados durante la década del 90).

Gráfico III.2
Evolución de los depósitos del sector público

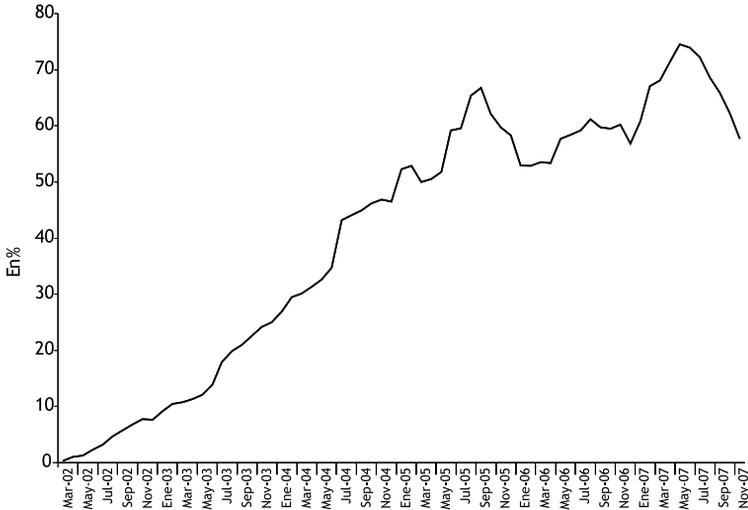


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

El segundo es que la política de esterilización llevada a cabo a partir del año 2002 implicó una creciente participación de los títulos del banco central y de pases pasivos en las hojas activas de las entidades financieras. En un contexto de fuerte expansión del nivel de actividad, y de una demanda de crédito que se recomponía a altas tasas, la política de esterilización pudo haber generado algún grado de efecto expulsión, limitando parcialmente la capacidad de otorgar préstamos por parte de las entidades financieras al sector privado. El gráfico III.3 muestra el ratio (Letras del Banco Central + Pases Pasivos)/ Préstamos en pesos al sector privado. Como

puede observarse, este ratio alcanza valores cercanos al 74% durante el tercer trimestre de 2007.

Gráfico III.3
Títulos + pases / préstamos al sector privado

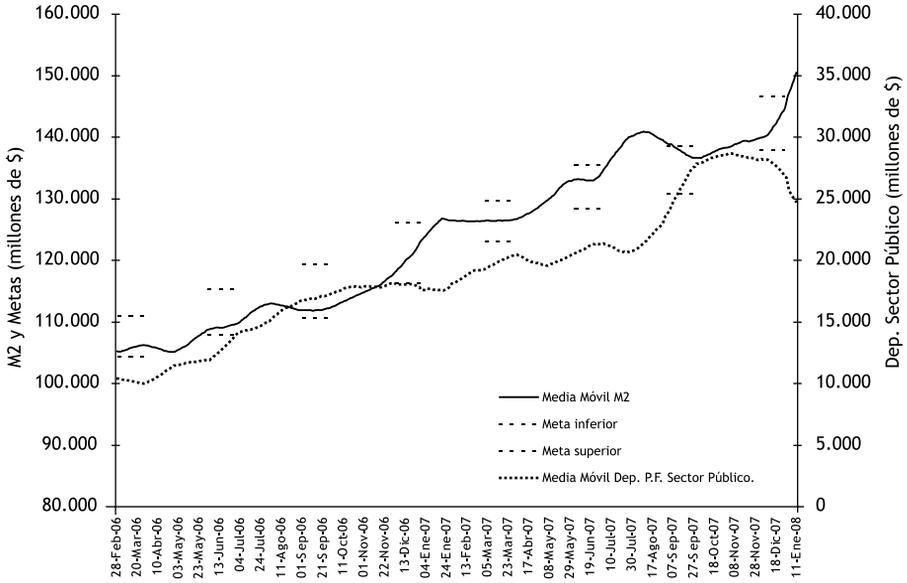


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Durante el año 2007, los depósitos totales del sector público fueron fundamentales para el cumplimiento de la meta sobre M2. Dado que este agregado monetario no incorpora los depósitos a plazo fijo, una medida comúnmente utilizada consistía en el incremento de los depósitos a plazo fijo del sector público en los bancos públicos, en detrimento de los depósitos a la vista durante los períodos en que el cumplimiento del programa monetario se dificultaba. La utilización de esta política alcanzó su punto máximo en el tercer y cuarto trimestre de 2007 (ver gráfico III.4). Mediante esta operación, se produce una inmediata caída en M2 y el correspondiente incremento en los agregados más amplios (por ejemplo M3).

Por último, debe destacarse que la política de acumulación de reservas genera nuevas posibilidades para el crecimiento desde una perspectiva de administración de riesgos. En efecto, la acumulación de activos externos por parte del banco central es una forma que el país tiene de “comprarse un seguro” contra un estado de la naturaleza negativo que en otras circunstancias hubiera implicado una corrida cambiaria. En una economía caracterizada por una alta volatilidad macroeconómica, este elemento del régimen cambiario no es menor.

Gráfico III.4
Utilización del superávit público
en el cumplimiento del programa monetario

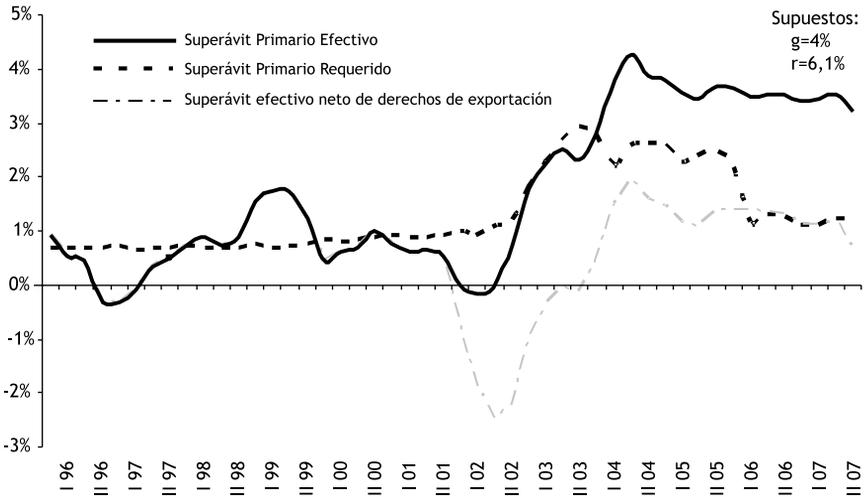


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

IV. SUSTENTABILIDAD, INCERTIDUMBRE Y ESPACIO FISCAL

Como hemos mencionado en la sección III, si bien el canje de la deuda pública significó modificaciones sustanciales en términos de tasa promedio, moneda de denominación y vida promedio de la deuda, el nivel de endeudamiento del sector público argentino continúa siendo alto. Esto implica que si bien el espacio fiscal se ha incrementado significativamente, los elevados pasivos continúa siendo un elemento de riesgo. En el tercer trimestre de 2007, el ratio deuda / PBI del sector fue del 54%. Una manera sencilla de analizar cómo los factores descritos en las secciones previas impactaron en la sostenibilidad fiscal es utilizando un indicador tradicional de sostenibilidad. Según este indicador básico de la literatura, la posición financiera del sector público es sostenible si el cociente superávit primario/PBI es tal que el cociente ratio pública / PBI se mantiene constante. La figura siguiente muestra la evolución del superávit fiscal observado *vis-à-vis* el requerido para mantener el ratio deuda/PBI sin modificaciones. Para calcular el valor de esta última variable hemos asumido una tasa de crecimiento de largo plazo de 4,2% y una tasa de interés real del 6,4%. Este supuesto refleja la situación de la Argentina durante los años noventa, cuando los mercados de crédito externo se encontraban abiertos para el país.

Gráfico IV.1
Indicador de sostenibilidad de la deuda pública (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Como puede verse en el gráfico IV.1, la situación ha mejorado sustancialmente durante los últimos cuatro años, como consecuencia de la aceleración en el crecimiento y el incremento en el superávit fiscal. Hacia finales de 2006, Argentina necesitó un superávit fiscal primario levemente por encima de 1% del PBI para mantener el ratio deuda/PBI constante mientras que el superávit primario observado fue de 3,5%. Tres puntos merecen ser destacados. El primero es que la sostenibilidad depende en buena medida de los ingresos de aduana. Nótese que si consideramos el resultado fiscal neto de derechos de exportación, la situación no sería favorable. Segundo, el superávit requerido de largo plazo sobre estima los requerimientos de recursos en la situación actual, dado que la tasa implícita pagada sobre el total de deuda pública durante los últimos años ha sido de hecho negativa. Esto se debe a que la tasa de inflación ha estado sistemáticamente creciendo mientras que el valor nominal del dólar se ha atrasado, y la tasa de interés de parte de la deuda es fija. Tercero, el superávit primario observado ha mostrado una caída sostenida desde 2004, reflejando el fuerte incremento en los gastos del sector público. Adicionalmente, si este incremento acelera la inflación, la evolución de la deuda pública empeorará debido a que parte del stock está atado al índice de precios del consumo minorista.

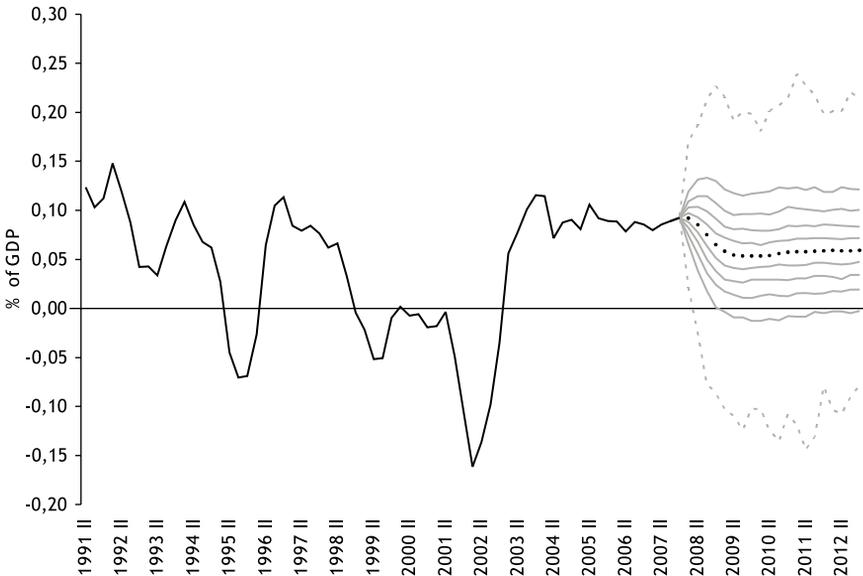
A pesar que como consecuencia del proceso de renegociación la deuda pública se redujo en us\$ 64.729 millones, debemos tener en cuenta que algunos acreedores no aceptaron la oferta del gobierno, y por esta razón, los *holdouts* actualmente alcanzan us\$ 27.025 millones. Existen también obligaciones con el Club de París, con quien actualmente se esta en proceso de negociación. Adicionalmente, durante los próximos dos años el sector público realizará pagos de capital sobre la deuda por us\$ 20.178 millones. Para hacer roll-over de estas obligaciones, el gobierno deberá tener acceso a los mercados de deuda internacionales y domésticos. Dado que las condiciones para este acceso serán una función de las políticas domésticas y de la situación internacional, esto establece restricciones sobre las políticas fiscales y genera incertidumbre respecto a las condiciones del roll-over. De esta manera, aún cuando el gobierno fuera solvente, la liquidez podría convertirse en un problema en el futuro bajo ciertas circunstancias.

Dado que el estudio del espacio fiscal en el caso argentino debe tener en cuenta el rol de la volatilidad macroeconómica, utilizaremos simulaciones para evaluar la sostenibilidad de la situación fiscal ante escenarios inciertos. Con este fin, seguiremos a Ferrucci y Penalver (2003) y Rigobon y García (2004). En primer lugar, utilizaremos un modelo VAR (vectores autorregresivos) para estimar el comportamiento conjunto de dos variables fundamentales que afectan a la deuda pública —la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del PBI—² y realizaremos

2 No fue posible estimar un VAR incluyendo el tipo de cambio real. Las estimaciones obtenidas resultaron altamente inestables. La estimación del VAR que se presenta en el texto puede consultarse en el apéndice III.

simulaciones de Montecarlo de los senderos conjuntos de estas variables para proyectarlas hasta el año 2012.³ Los resultados indican que la probabilidad de que la tasas de crecimiento continúen siendo tan altas o mayores a las observadas en los últimos cinco años es de sólo 30 %, mientras que la probabilidad de que la tasa de interés real sea mayor que la de largo plazo utilizada en nuestros ejercicios es muy alta —más del 70%— (ver gráfico IV.2).⁴

Gráfico IV.2
Simulación de la tasa de crecimiento interanual del PBI



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

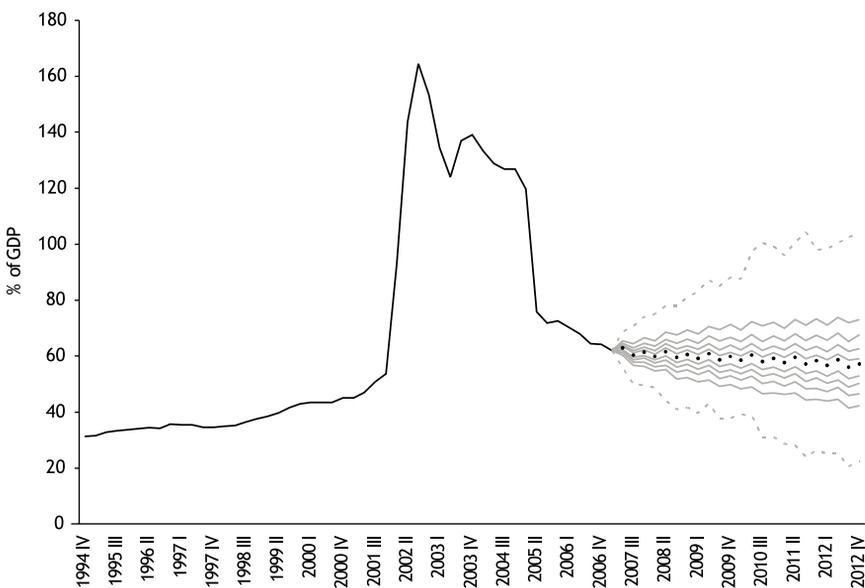
La implicancia natural de este ejercicio es que las políticas fiscales deberían ser prudentes debido a que la vulnerabilidad del sector público podría incrementarse sustancialmente en un escenario de bajo crecimiento y altas tasas de interés. Para mostrar este punto, utilizaremos la estimación VAR para graficar los intervalos de confianza para la evolución del ratio deuda/PBI bajo el supuesto de que el gobierno mantiene un superávit de 3% del PBI. Como puede verse en el gráfico IV.3, el ratio de deuda probablemente decrecerá durante los años siguientes. Pero las simulaciones indican que la probabilidad de que el ratio de deuda sea mayor que el corriente no

³ Las *fan charts* presentadas en este trabajo muestran intervalos del confianza de 10%. Las líneas rayadas los valores máximos y mínimos correspondientes a cada período y la línea punteada representa la media correspondiente.

⁴ El apéndice IV brinda información adicional sobre este punto.

es baja. De acuerdo con el ejercicio, la probabilidad de un incremento en la deuda pública después del primer trimestre de 2008 es 34%. Adicionalmente, los intervalos de confianza son amplios, reforzando la idea de que los riesgos macroeconómicos asociados con el manejo de la deuda pública son considerables, aún cuando las autoridades mantengan un superávit primario de 3%. Para ser más específicos, la intención de este ejercicio no es proyectar la evolución de la deuda del gobierno, sino más bien llamar la atención acerca de la influencia de los riesgos macroeconómicos sobre la sostenibilidad del sendero de deuda.

Gráfico IV.3
Simulación de la deuda pública bruta



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

En resumen, la mejora en el resultado primario del sector público, la reestructuración de la deuda pública, y el fuerte proceso de crecimiento del país implicó un significativo cambio en la sostenibilidad de la deuda del sector. Desde una perspectiva del crecimiento económico, este mayor grado de sostenibilidad podría ser altamente beneficioso, dado que implica una menor probabilidad de cambios en las reglas de juego, y en consecuencia, los problemas de apropiabilidad que han generado riesgos a nivel macro y microeconómicos deben *ceteris paribus*, disminuir.

Sin embargo, el hecho que la mayor sostenibilidad de la deuda pública implique una mejora para el crecimiento económico al disminuir los riesgos micro y macroeconómicos, no significa que el mayor espacio fiscal esté siendo utilizado

eficientemente para promover el crecimiento. De la definición del espacio fiscal se desprende que el estudio de las oportunidades de un mayor espacio fiscal para el crecimiento económico debe incluir un análisis de la composición del gasto y los recursos. En otras palabras, analizar las mayores oportunidades para el crecimiento implica concentrarnos en el uso que el gobierno ha dado a los mayores recursos. Es decir, la noción de “gastos deseados” de la definición de espacio fiscal resulta particularmente relevante.

Adicionalmente, algunos puntos que pueden afectar negativamente al espacio fiscal en el futuro merecen atención. En el corto plazo, un elemento central de nuestro análisis es que el resultado financiero está mostrando una tendencia decreciente. Esta tendencia está básicamente asociada con la materialización de conflictos de intereses latentes que han generalmente afectado el equilibrio fiscal, debido a la fragilidad de las instituciones encargadas de manejar los conflictos. Esta debilidad ha conducido a las autoridades a actuar tradicionalmente como árbitros, abriendo ventanas de oportunidades para el clientelismo, la corrupción, y las oportunidades políticas. En la situación actual, los factores más relevantes son la relación entre el gobierno central y las provincias, la rápida recuperación de los salarios, y los crecientes subsidios a los sectores de transporte y energía.

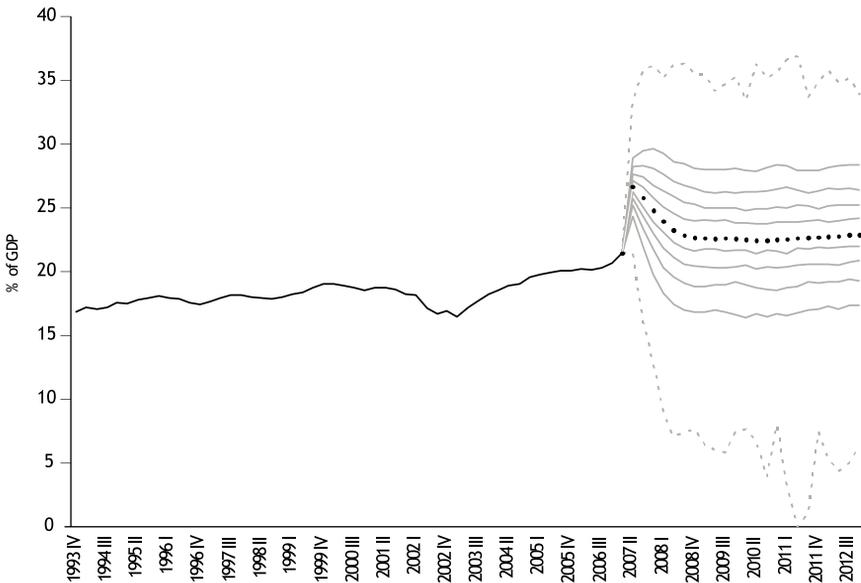
Con respecto a las provincias, el incremento en los gastos públicos está causando la desaparición del resultado provincial. Algunas provincias están encontrando dificultades para cumplir con las metas establecidas por la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada por el congreso durante la crisis. Esta es una potencial fuente de conflicto y tiene que ver con la incapacidad política para establecer reglas de juego creíbles para la asignación de impuestos y gastos en los estados federales.

Otra fuente adicional de incrementos en el gasto público del gobierno central que está asociado con el manejo cuestiones distributivas es el incremento en los subsidios al sector privado, particularmente aquellos relacionados con los sectores de transporte y energía. El incremento en estos subsidios es en un cierto sentido endógeno: las autoridades han congelado las tarifas, mientras que los costos de las firmas han estado creciendo sustancialmente. Para cubrir la brecha, las transferencias a estos sectores han estado creciendo rápido, en un contexto inflacionario.

Un tercer factor que impacta negativamente sobre el superávit en el corto plazo es el rápido incremento en los salarios reales durante los últimos dos años. Por un lado, a pesar que los salarios reales del sector público aún se encuentran por debajo del período de crisis, han aumentado significativamente, lo cual es natural dada la fuerte caída en el desempleo y el acelerado incremento observado en los salarios del sector privado. Por otro lado, el aumento en los salarios reales y en el precio de los bienes no transables está erosionando la tasa de beneficios del sector transable, y este movimiento en los precios relativos, en consecuencia, es incompatible con una elevada tasa de los impuestos a las exportaciones, que recientemente se han incrementado en el caso de los combustibles.

Finalmente, debemos tener en cuenta que mantener un ratio constante de gastos primarios/PBI en una economía volátil es difícil y que, sin embargo, el problema se complica por la tendencia del gobierno a seguir una política de gasto pro-cíclica, que puede ser riesgoso en un entorno volátil. Para ilustrar este punto hemos realizado una simulación en donde las autoridades persiguen dos objetivos: Mantener la deuda constante en términos del producto (62 %) y maximizar los gastos primarios, dada una presión tributaria del 25%. Como puede verse en el gráfico IV.4, esto podría implicar un significativo incremento en el ratio gastos primarios corrientes / PBI actual, pero este incremento debería ser revertido después de un breve período a medida que el resultado empeorase. Esto aporta volatilidad a la evolución de los gastos primarios, y en consecuencia, a la macroeconomía. El resultado podría ser bastante similar si el gobierno tratara de minimizar la presión tributaria.

Gráfico IV.4
Simulación del gasto público primario



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Con respecto a la sostenibilidad de largo plazo, las modificaciones más relevantes son las dos reformas recientes al sistema de seguridad social. Estas reformas podrían implicar un condicionamiento de mediano plazo para el espacio fiscal (ver Box I). Adicionalmente, algunas de las consecuencias son difíciles de establecer, dado que el proceso de reforma está aún en progreso. La primera reforma le permitió a las personas con aportes insuficientes recibir los beneficios de una

pensión mínima⁵. Se estima que 1,4 millones de personas serán beneficiadas con esta reforma. La segunda reforma comenzó a implementarse durante 2007, y su principal objetivo es transferir aportantes desde el segmento de capitalización al sistema público. Sin embargo, el impacto de largo plazo será negativo, cuando estos trabajadores comiencen a recibir los beneficios. Adicionalmente, debe mencionarse que un objetivo relevante de la reforma de 2007 fue financiar el déficit de corto plazo generado por la primera reforma (ver Fraguas (2007) para una estimación de los efectos de la reforma en el largo plazo). La autora estimó que los efectos sobre el presupuesto serán claramente negativos desde 2011 en adelante.

En suma, a partir de nuestro análisis se sigue que el ajuste fiscal del período de post-crisis no está libre de debilidades que pueden erosionar la sostenibilidad fiscal alcanzada y reducir el espacio fiscal del país. Del análisis previo se desprende la siguiente conclusión:

A pesar de la mejora observada en términos de sostenibilidad de la deuda pública, la amplitud de los intervalos de confianza sugiere que el grado de volatilidad de la economía es aún alto, lo cual significa que algunas variables macroeconómicas pueden mostrar repentinos cambios en un período breve de tiempo. Adicionalmente, algunas decisiones recientes en el frente político como las reformas provisionales propuestas generarán presión en las cuentas fiscales en el corto y largo plazo y podrían eventualmente generar inconvenientes para hacer *roll-over* de la deuda pública en los mercados de bonos durante los próximos dos años. Este elemento constituye el principal condicionante sobre el mantenimiento del mayor espacio fiscal.

5 Esta reforma está basada en dos normas, la denominada Ley de Jubilación Anticipada (Nº 25.994) que fue sancionada en 2004, y la ley Nº 24.476, que estableció una generosa moratoria para trabajadores independientes.

Box I***El Sistema de Seguridad Social. Evolución, modificaciones recientes e impactos fiscales de las reformas:***

Hacia fines de 2004 se sancionó la Ley 25.994 (conocida como Ley de Jubilación Anticipada y vigente hasta abril de 2007) que permitió acceder a un beneficio previsional a quienes teniendo la edad jubilatoria no tenía aportes suficientes o que teniendo los aportes necesarios no tenía la edad suficiente para jubilarse y esta los colocaba en una situación de fragilidad laboral. Posteriormente se reglamentó el decreto 1.454 que permitió regularizar deudas previsionales anteriores a junio de 1994 a trabajadores autónomos y monotributistas. La mecánica implementada para otorgar los beneficios fue sencilla. Se trató básicamente del pago del haber mínimo y la deducción posterior de una cuota (no pudiendo superar un máximo de 60 cuotas mensuales por jubilado). Los últimos datos de Anses estiman que hasta julio de 2007 se han incorporado 1.404.289 nuevos jubilados, lo cual generaría un costo cercano a los \$ 750 millones por mes (cada jubilado cobra una jubilación promedio de \$ 535 y luego se descuenta una cuota de \$ 216). Esto implicaría un gasto neto de aproximadamente \$ 5.000 millones para 2007 y \$ 5.700 millones para 2008.

Luego de la implementación del Plan de Inclusión Previsional, el gobierno anunció a principios de 2007 la opción de “libre elección de régimen jubilatorio” (Ley 26.222). Esta reglamentación implica nuevos costos para el Sector Público Nacional pero también mayores ingresos. Dentro de estos últimos se destaca el traspaso al régimen de Reparto de aquellos hombres y mujeres mayores de 55 y 50 años, respectivamente que estando en una AFJP hayan capitalizado menos de \$ 20.000, a menos que manifiesten voluntad de permanecer en la AFJP. Las AFJP deberán transferir estos stocks en el mes de julio de 2007 en los mismos instrumentos financieros en que están invertidos en los fondos. Estos traspasos implican además nuevos aportes al régimen de reparto, hasta el momento de jubilarse. También incrementarán los ingresos los aportes de indecisos, que antes de esta ley eran sorteados entre las AFJP y ahora son asignados automáticamente al Régimen de Reparto. Se traspasarán los Regímenes Especiales (docentes, investigadores, científicos, Poder Judicial, etc.) y se incrementa el tope salarial de \$ 4.800 a \$ 6.000. De este modo todos los aportantes que ganen \$ 6.000 o más deberán aportar por este valor, generando mayores ingresos previsionales.

Por el lado de los gastos se destaca el incremento en la Prestación Adicional por Permanencia (PAP) que pasa del 0,85% a 1,5% por cada año de aporte realizado al Régimen de Reparto, sobre el sueldo promedio de los últimos 10 años. Esto implicará un incremento en los gastos corrientes que se aplicará tanto a los nuevos como a los viejos jubilados.

Queda abierta la opción de traspaso para todos los aportantes a AFJP independientemente de la edad o el monto capitalizado. Esta opción estará vigente hasta mediados de enero de 2008. Luego se podrá acceder al traspaso cada 5 años siempre y cuando quien opte por el traspaso sea menor de 50 o 55 para mujeres y hombres, respectivamente.

Se estima que para 2007 el Sector Público contará con ingresos adicionales por \$ 6.700 millones mientras que los gastos adicionales producto de la implementación del régimen de “Libre Elección de Régimen Jubilatorio” serán de \$ 128 millones. Para 2008 se prevén ingresos adicionales por aproximadamente \$ 4.000 millones mientras que los gastos adicionales ascenderán a \$ 319 millones.

De este modo el efecto conjunto del Plan de Inclusión Previsional junto con el régimen de “Libre Elección de Régimen Jubilatorio” implicarán un incremento en los resultados de Anses de aproximadamente \$ 1.200 millones mientras que mostrará un déficit de aproximadamente \$ 1.300 millones para 2007 y 2008, respectivamente.

V. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos estudiado los cambios en el espacio fiscal de Argentina en los últimos años. Hemos arribado a un conjunto de conclusiones que listaremos a continuación como cierre.

La primera conclusión es que los dos pilares sobre los que se basó el incremento en la presión tributaria fueron la incorporación de impuestos denominados “de emergencia”, mantenidos en el tiempo dada su eficiencia recaudatoria, y la recuperación de los tributos tradicionales como consecuencia del mayor nivel de actividad del período. Adicionalmente, el canje de la deuda pública argentina finalizado en el primer trimestre de 2005 implicó un cambio sustancial en términos de moneda, tasa y vida promedio de la deuda. Sin embargo, a pesar de la magnitud de la quita sobre el valor nominal de la deuda original, Argentina continúa teniendo un alto nivel de endeudamiento. Si bien en términos de sostenibilidad el canje implicó un cambio sustantivo, el alto nivel de endeudamiento que aún presenta el país es un punto a tener en cuenta como condicionante del mayor espacio fiscal alcanzado.

La segunda conclusión es que, a pesar de la mejora observada en términos de sostenibilidad de la deuda pública, la amplitud de los intervalos de confianza sugiere que el grado de volatilidad de la economía es aún alto, lo cual significa que algunas variables macroeconómicas pueden mostrar repentinos cambios en un período breve de tiempo. Adicionalmente, algunas decisiones recientes en el frente político como las reformas provisionales propuestas generarán presión en las cuentas fiscales en el corto y largo plazo y podrían eventualmente generar inconvenientes para hacer *roll-over* de la deuda pública en los mercados de bonos durante los próximos dos años. Este elemento constituye el principal condicionante sobre el mantenimiento del mayor espacio fiscal.

Tercero, con respecto a los gastos pro-crecimiento, se ha observado lo siguiente. El mayor espacio fiscal observado en el período 2003-2007 no fue acompañado de un marcado incremento en la participación de los gastos en educación sobre los gastos totales. Sólo en el caso de educación superior se observa un leve incremento en la participación respecto a los niveles observados durante la segunda mitad de los noventa. Si bien durante el período se observa un incremento en la participación de los gastos en ciencia y técnica sobre las erogaciones totales, la participación no alcanza los niveles observados durante la década del ochenta, y es levemente superior a los valores de los noventa. El período se caracteriza por una marcada recuperación de la inversión pública. Las participaciones observadas resultan significativamente superiores a las de la década previa. En términos de sus componentes, la recuperación de la inversión pública está concentrada en infraestructura.

Cuarto, la liquidez del sector público proveniente de sus resultados superavitarios cumplió un rol activo como fondeo del sistema financiero. En efecto, el stock de depósitos del sector público en el sistema bancario muestra una alta correlación con los resultados del sector, alcanzando un monto superior al 30% de los depósitos totales (significativamente mayor a los valores observados durante la década del 90). La política de esterilización llevada a cabo a partir del año 2002 implicó una creciente participación de los títulos del banco central y de pases pasivos en las hojas activas de las entidades financieras. En un contexto de fuerte expansión del nivel de actividad, y de una demanda de crédito que se recomponía a altas tasas, la política de esterilización pudo haber generado algún grado de efecto expulsión, limitando parcialmente la capacidad de otorgar préstamos por parte de las entidades financieras al sector privado.

APÉNDICE

I. TEST DE DIFERENCIA DE MEDIAS DE LOS SUPERÁVIT FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO (1961-91 vs. 1992-2006)

Superávit primario				Resultado financiero					
Test for Equality of Means Between Series				Test for Equality of Means Between Series					
Method	df	Value	Probability	Method	df	Value	Probability		
t-test	44	6.807733	0.0000	t-test	44	4.882907	0.0000		
Anova F-statistic	(1,44)	46.34523	0.0000	Anova F-statistic	(1,44)	23.84278	0.0000		
Analysis of Variance				Analysis of Variance					
Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.	Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.		
Between	1	242.1274	242.1274	Between	1	203.0517	203.0517		
Within	44	229.8749	5.22443	Within	44	374.7161	8.516275		
Total	45	472.0023	10.48894	Total	45	577.7678	12.83928		
Category Statistics				Category Statistics					
Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean	Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
SPRIMARIO_61_91	31	-3.666975	2.332721	0.418969	SPRIMARIO_61_91	31	-5.763357	3.000647	0.538932
SPRIMARIO_92_906	15	1.227143	2.181534	0.56327	SPRIMARIO_92_906	15	-1.281524	2.733387	0.705757
All	46	-2.071067	3.238663	0.477515	All	46	-4.30189	3.583195	0.528313

Fuente: elaboración propia.

II. INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD

Las ecuaciones dinámicas que definen el cociente deuda pública-PBI y el superávit requerido del sector público están definidas como:

$$d_t = d_{t-1} \left(\frac{1 + r_t}{1 + g_t} \right) - \text{sup}_t \quad (1)$$

$$\text{sup}_t^* = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} \quad (2)$$

Donde d_t es el cociente deuda pública bruta / PBI, sup_t es el ratio superávit público sobre PBI, sup_t^* es el superávit primario del gobierno requerido para mantener constante el ratio deuda / PBI, r_t es la tasa de interés real pagada sobre la deuda pública y g_t es la tasa de crecimiento del PBI.

La expresión (2) puede también expresarse como:

$$t_t^* - g_t^* = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} \quad (3)$$

Donde t^* representa los ingresos totales y g^* los gastos primarios totales.

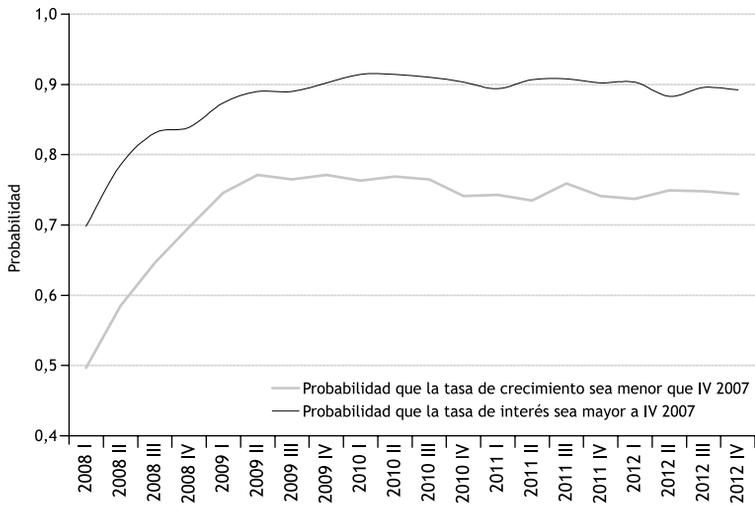
III. ESTIMACIÓN DEL MODELO VAR

Vector Autoregression Estimates		
Sample: 1991Q2 2007Q1		
Included observations: 64		
Standard errors in () & t-statistics in []		
	Y	R
Y(-1)	1.241766	-0.077397
	(0.10012)	(0.09183)
	[12.4025]	[-0.84286]
Y(-2)	-0.565159	0.025966
	(0.09566)	(0.08774)
	[-5.90780]	[0.29595]
R(-1)	-0.342203	0.909143
	(0.13906)	(0.12754)
	[-2.46082]	[7.12841]
R(-2)	0.173203	-0.202256
	(0.13046)	(0.11965)
	[1.32765]	[-1.69042]
C	0.034055	0.030108
	(0.01258)	(0.01154)
	[2.70664]	[2.60906]
DUMMY	-0.047233	0.019971
	(0.01315)	(0.01206)
	[-3.59278]	[1.65635]
R-squared	0.903834	0.726005
Adj. R-squared	0.895544	0.702384
Sum sq. resids	0.029785	0.025053
S.E. equation	0.022661	0.020783
F-statistic	109.0250	30.73650
Log likelihood	154.7127	160.2484
Akaike AIC	-4.647273	-4.820261
Schwarz SC	-4.444878	-4.617866
Mean dependent	0.040631	0.105054
S.D. dependent	0.070116	0.038097

Continúa en la página siguiente.

	R
Determinant resid covariance (dof adj.)	2.19E-07
Determinant resid covariance	1.80E-07
Log likelihood	315.4026
Akaike information criterion	-9.481331
Schwarz criterion	-9.076541

IV. INCERTIDUMBRE Y SOSTENIBILIDAD FISCAL. LOS SUPUESTOS SOBRE EL PBI Y LA TASA DE INTERÉS



Fuente: elaboración propia.



