



Universidad Católica Argentina - Facultad de Ciencias Sociales y Económicas

Rector: Pbro. Dr. Víctor M. Fernández

Decano: Dr. José María Dagnino Pastore

Programa de Análisis de Coyuntura Económica-PAC

Informe Económico

Año 9 – Número 1 – 24 de Febrero de 2010

Índice

Resumen Ejecutivo.....	2
Editorial: Restricciones fiscales y baja inserción global....	3
Columnas de Actualidad	6
▶ El desafío: menor inflación y mayor crecimiento.....	6
▶ Financiamiento público e inflación: un desafío a la racionalidad económica.....	10

Editor: Dr. Ernesto A. O'Connor, Director del PAC

Consejo Consultivo: Dr. Patricio Millán, Dr. José María Dagnino Pastore

Columnistas: Lic. Rodrigo Benítez, Lic. Horacio Costa

Email: pac@uca.edu.ar

Tel: 54-011-4338-0834

El contenido del presente informe es responsabilidad de sus autores y no compromete la opinión de la Pontificia Universidad Católica Argentina. Se autoriza su reproducción citando la fuente

Resumen Ejecutivo

Editorial: Restricciones fiscales y baja inserción global

Por Ernesto A. O'Connor

La Argentina ha comenzado el año con algunas señales económicas dignas de la mayor atención. La creación por DNU del Fondo del Bicentenario y todas sus derivaciones en torno al BCRA y el financiamiento público del gasto dejan entrever dificultades institucionales y de financiamiento. La inercia inflacionaria se consolida y las políticas de ingresos, fiscal, monetaria y cambiaria profundizan el sesgo inflacionario. Así, inflación e inversión son dos grandes interrogantes de 2010. Como los más carecientes no tienen forma de enfrentar a la inflación, el deterioro de los ingresos reales de la población informal profundiza la inequidad. Un dato que pasó casi "desapercibido" fue la cancelación de la gira comercial de enero de la presidenta por China. Esto denota no sólo la falta de una estrategia país, sino un inconsciente colectivo que avala esta deficiencia.

El desafío: menor inflación y mayor crecimiento

Por Rodrigo Benítez

El año 2009 dejó una lección, la inflación disminuyó porque el nivel de actividad se contrajo y eso corrigió el desequilibrio entre la oferta y la demanda. Esto deja en claro dos cosas, en primer lugar que el problema estructural de la inflación no se solucionó durante 2009 y en segundo lugar que el camino más rápido para contener el alza de precios es justamente el que el gobierno quiere evitar a toda costa – atenuar el crecimiento de la demanda. Una vez identificado el factor originante del desequilibrio, las alternativas son dos: o se controla el ritmo de expansión de la demanda o se acelera el ritmo de la oferta mediante incentivos a la producción. Cada uno de esos caminos tiene sus ventajas y desventajas, pero ambos tienen un denominador común, que es la necesidad de trabajar sobre las expectativas para que tengan éxito.

Financiamiento público e inflación: un desafío a la racionalidad económica

Por Horacio Costa

El actual gobierno, continuando al anterior, lleva adelante una extraordinaria expansión del gasto público cuyos efectos más relevantes son la desaparición del superávit primario, el ahogo del sector privado por la carga tributaria y las crecientes necesidades de financiamiento público. En 2010, se enfrenta una restricción de financiamiento que hace inviable sostener el ritmo de gasto de los últimos años. Su moderación es la alternativa de mejor relación costo-beneficio para cerrar la brecha financiera del año, mejorar las expectativas de sustentabilidad fiscal con menor inflación y sostener el crecimiento del nivel de actividad.

Editorial

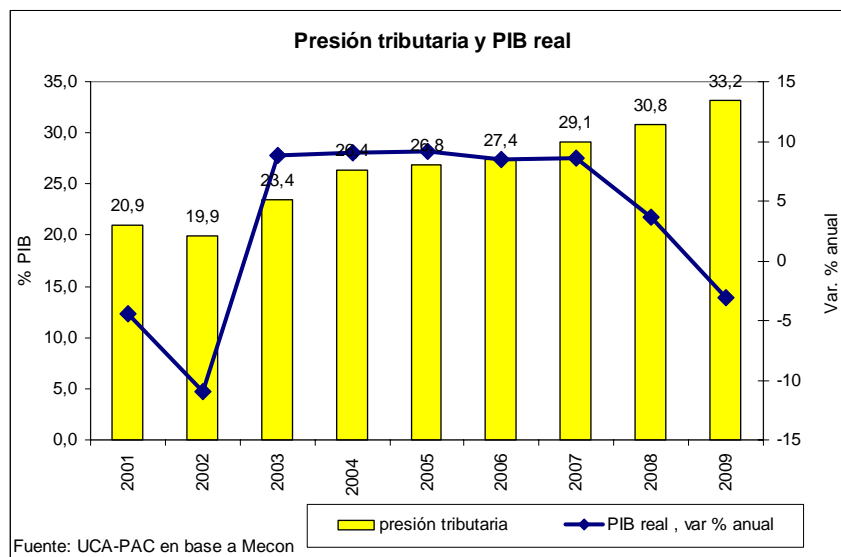
Restricciones fiscales y baja inserción global

Por Ernesto A. O'Connor

El comienzo de 2010 ha encontrado a la economía argentina ante una herencia incómoda de 2009, pero con algunas mejores tendencias globales. Se confirma una muy lenta salida de la recesión en EE.UU., con respuestas económicas algo menores a lo que se esperaba a partir del programa implementado por el presidente Obama. El desempleo se afirma en torno a un elevado 10%, y la propia Fed no estima crecimiento en torno al 3%, con lo cual apenas se realizaría el catching up con respecto a lo perdido en 2009, pero con poca creación de empleo adicional. Si a esto se suma el problema de los tres países europeos "de desarrollo reciente", como España, Portugal, y sobre todo Grecia, con serios problemas de sustentabilidad fiscal y de movilidad productiva, la economía mundial todavía carece de locomotoras significativas, más allá de la demanda China.

En este contexto, la Argentina ha comenzado el año con algunas señales económicas dignas de la mayor atención.

- La creación por DNU del Fondo del Bicentenario, con el objetivo de generar fondos para cancelar deuda (pese a que estos fondos ya están en el Presupuesto 2010) y todas sus derivaciones en torno al BCRA y el financiamiento público del gasto, dejan entrever dificultades institucionales y de financiamiento, para apuntalar un déficit financiero nacional para 2010 que tienda a superar los \$ 7.100 M informados como ejecución de 2009.
- Esta iniciativa se sucede a otras anteriores que implicaron "transferencias" de recursos desde el sector privado hacia el público. Se destaca por ejemplo la nacionalización, por ley del Congreso, de las AFJP, con transferencias de stock por USD 30.000 M y de flujo mensual de \$ 5.000 M, todo al Estado Nacional.
- Asimismo, otro exceso de "transferencia" es el alto nivel de las alícuotas de las retenciones a las exportaciones, que, según el Presupuesto 2010, aportarán \$ 43.117 M. Cabe señalar que fueron reintroducidas en 2002 para financiar planes sociales. Estos, medidos a partir de las Transferencias Corrientes totales al Sector Privado con destino a Unidades Familiares, siempre en el Presupuesto 2010, totalizan \$ 16.189 M, es decir, el 266% más, que va a financiar gastos corrientes de la Administración.
- La elevada presión tributaria consolidada (Nación más provincias), que pasó de 20.9% en 2001 a 33.2% en 2009 es complementada por "transferencias" adicionales, como las AFJP nacionalizadas, o el intento del Fondo del Bicentenario, para cubrir gastos corrientes que crecen a mayor ritmo que los recursos.



- Por otra parte, algunos datos económicos muestran mayor actividad, como la industria siderúrgica con subas del 19% anual en acero en enero, y las ventas de autos usados al 11% anual en enero. La temporada turística habría sido por lo menos superior a la de 2009.
- La inercia inflacionaria, en un escenario de mayor consumo en enero y febrero, por causas estacionales y de turismo, se consolida con la puja distributiva ya instalada. Pautas de recomposición salarial del 23% - docentes nacionales-, alejadas del 8% de inflación minorista del INDEC, alientan una dinámica de salarios y precios que apunta a más que superar el 15% estimado de 2009. En este contexto, la política de ingresos, la política fiscal, monetaria y cambiaria profundizan el sesgo inflacionario.
- Así, inflación e inversión son dos grandes interrogantes de 2010. A mayor inflación, menor inversión "no indexable" (excluyendo residencial y proyectos de rendimiento veloz), y mayor deterioro social.
- No se debe olvidar que la inflación es el "impuesto" más regresivo, pues los más carecientes no tienen forma de enfrentarla, y el deterioro de los ingresos reales de la población informal (40% de la PEA) es irreversible, profundizando la inequidad, en un contexto de pobreza con pisos del 30% de la población.

Un dato que pasó casi "desapercibido" por el recurrente análisis de coyuntura de los argentinos fue la cancelación de la gira comercial de enero de la presidenta por China, donde se dieron cita muchos países del mundo, debido a la crisis del Fondo de Bicentenario. Esto denota no sólo la falta de una estrategia país, sino un inconsciente colectivo que avala esta deficiencia, pues no hubo mayores reacciones al respecto, en una conducta reiterada desde hace tiempo.

Una volátil inserción comercial

La inserción internacional, desde el punto de vista comercial, ha sido un problema del país desde 1930, cuando el tema debería tener una resolución natural, por la dotación de factores. Además, desde un punto de vista

geopolítico, cierta tendencia histórica hacia la autarquía la aleja de posiciones internacionales estables que garanticen una reputación de largo plazo. Los '90 y los '2000 mostraron progresos ante un cambio favorable de contexto global, con una nueva división internacional del comercio, pero estructuralmente los problemas siguen siendo los mismos.

Las reformas estructurales, el MERCOSUR, y la política comercial otorgaron un determinado sesgo exportador desde comienzos de los '90. La apertura comercial, con aranceles a la importación de bienes de capital nulos, apuntaba a la modernización y mayor competitividad a las exportaciones. El MERCOSUR era visto como la gran oportunidad para ampliar la base exportadora. Las exportaciones crecieron 143.3% anual en la década, con una gran concentración hacia el Mercosur, pues el 64% del crecimiento de las exportaciones se dirigió al Mercosur, Chile y Bolivia, y concentrada en algunos rubros: complejo aceitero, cereales, combustibles, algunas MOI derivadas de recursos naturales como plásticos, químicos y petroquímicos, y material de transporte. El MERCOSUR puede interpretarse así como una ampliación del mercado interno.

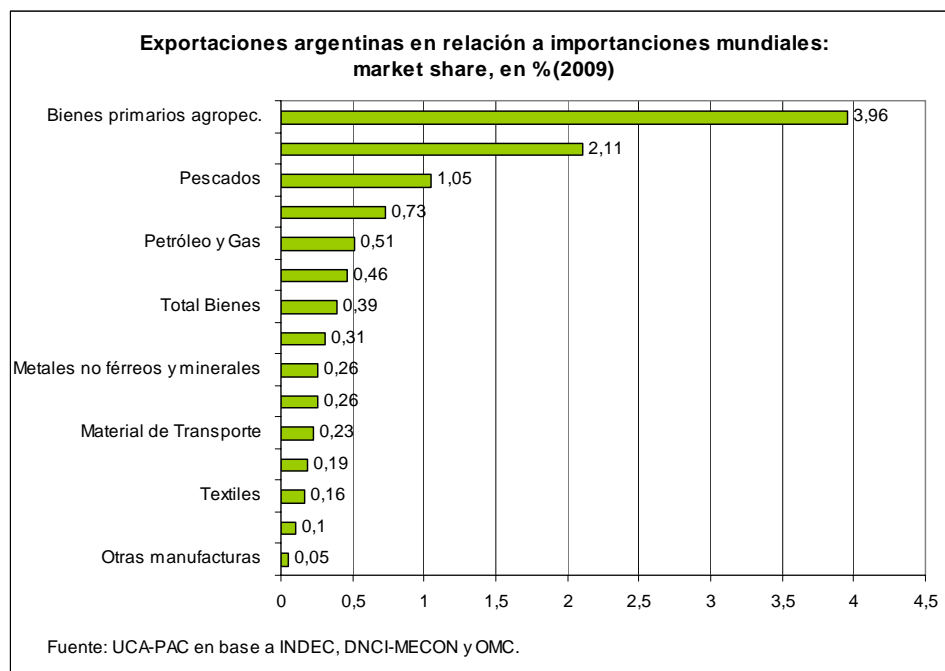
En los '2000, el boom de precios internacionales de los commodities, por la demanda incremental de China, desde 2002, cambió el escenario, y el mundo ingresó en una nueva fase de globalización más comercial que financiera, a diferencia de la de los '90, en una situación más permanente que transitoria. De todos modos, la política comercial no tuvo cambios en el sentido de generar una promoción activa de exportaciones. La introducción de los impuestos a las exportaciones desde 2002, las retenciones, significó el comienzo de una nueva oportunidad perdida para la potenciación del competitivo perfil exportador en agroalimentos.

Estructura productiva y canasta de exportación

Para la Argentina, el tema de la estructura productiva y la canasta de exportación es determinante ante estos cambios. ¿Cuál es el mejor perfil exportador del país, y en que medida este perfil es sustentable en términos de crecimiento y equidad, generando empleo y no alentado subas de precios? La política comercial desde 2002 no sólo no ha dado respuestas, sino que ha equivocado el camino con retenciones a las exportaciones y políticas de restricciones de exportaciones como carnes, lácteos, granos y oleaginosas.

En el gráfico se observa la inserción exportadora de la Argentina, medida relacionando la participación de las exportaciones argentinas en la demanda mundial, por sectores, para el año 2007. En aquellos rubros donde el país es competitivo, el grado de inserción global es mayor. Ejemplo, el 4% de la demanda mundial de primarios agropecuarios es oferta nacional; el 2,1% de los alimentos y el 1% de los pescados y mariscos. Sólo los metales emergen como manufactura de inserción relevante. También se destaca el turismo receptivo. La mayoría de los demás bienes registra participaciones inferiores al promedio, de apenas 0.39% del comercio mundial. Evidentemente, la Argentina es competitiva en la exportación de bienes primarios y alimentos.

Una cuestión a resolver es el problema de la exportación de bienes-salario, en el sentido de que una estrategia exportadora exitosa con equilibrios sociales necesariamente requiere de políticas de ampliación de la oferta productiva, para no generar problemas inflacionarios. El impacto sobre los precios internos, sobre todo en el caso de bienes-salario (carnes, lácteos, granos), es inevitable, por lo cual las políticas de subsidios sociales deben seguir existiendo.



Todo esto no invalida el hecho que la Argentina se encuentra en condiciones competitivas de abastecer de alimentos al mundo, a Asia Pacifico, y también a su propia población, que en muchos casos no tiene acceso digno a los alimentos. Elementos importantes de una adecuada estrategia país pueden pasar entonces por abrir mercados demandantes de alimentos, como el de China, para, de este modo, incentivar la oferta local, de modo tal que la mayor producción abastezca tanto a las mayores necesidades en el país, como también aproveche las oportunidades del exterior. No hay que olvidar que la Argentina exporta USD 4.000 M anuales a China, tratándose de un mercado en expansión que requiere mucha atención.

[Volver al Índice](#)

Columnas de Actualidad *

El desafío: menor inflación y mayor crecimiento

*Por Rodrigo Benítez**

El año 2009 dejó una lección, la inflación disminuyó porque el nivel de actividad se contrajo y eso corrigió el desequilibrio entre la oferta y la demanda. Esto deja en claro dos cosas, en primer lugar que el problema estructural de la inflación no se solucionó durante 2009 y en segundo lugar que el camino más rápido para contener el alza de precios es justamente el que el gobierno quiere evitar a toda costa – atenuar el crecimiento de la demanda.

*Los artículos publicados son responsabilidad de sus autores y no comprometen la opinión de la Universidad Católica Argentina.

* Licenciado en Economía, UCA. Economista Estudio Alpha. rbenitez@estudioalpha.com.ar

Una vez identificado el factor originante del desequilibrio, las alternativas son dos: o se controla el ritmo de expansión de la demanda o se acelera el ritmo de la oferta mediante incentivos a la producción. Cada uno de esos caminos tiene sus ventajas y desventajas, pero ambos tienen un denominador común, que es la necesidad de trabajar sobre las expectativas para que tengan éxito.

Contener la demanda sirve para alcanzar resultados en un plazo mucho más corto y no genera impacto fiscal directo, porque no son necesarios fondos públicos para hacerlo. La contrapartida es que se atenúa el ritmo de expansión de la economía, con menor generación de empleo y con un efecto indirecto sobre el frente fiscal a través de una dinámica menor de la recaudación.

Al fomentar la inversión para potenciar la oferta se elige un camino mucho más largo, porque los plazos que se requieren para que de la inversión se pase a la producción y esta logre compensar a la demanda son extensos. Esto implica convivir con procesos inflacionarios elevados durante un tiempo largo que dependerá de lo intensiva que sea la inversión.

En el medio de las dos alternativas aparece la posibilidad de alentar a las importaciones, como fuente rápida de oferta. Esto permitiría sumar competencia en determinados segmentos, pero implicaría una disminución del excedente de dólares comerciales y podría ser interpretado como un factor de desaliento a la producción local.

En definitiva, el gobierno se encuentra ante un desafío en donde debe decidir entre tomar decisiones que controlen la inflación en el corto plazo pero afecten al nivel de actividad o mantenerse en el camino actual, de esperar a que la inversión responda para contener el alza de precios.

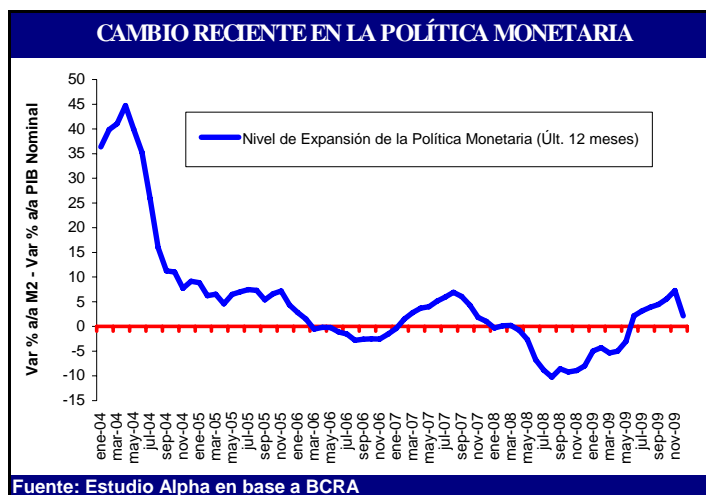
Las herramientas anti-inflacionarias

La receta habitual en otros países cuando se acelera la inflación es restringir la política monetaria y llevar a cabo una política fiscal contractiva. En el caso argentino, las prioridades a la hora de utilizar estos dos instrumentos han sido otras.

➤ Política Monetaria:

La política monetaria se ha ido definiendo en función de las necesidades del mercado cambiario y el monitoreo del Tipo de Cambio Real Multilateral, esto ha dejado en un segundo plano el tema de la inflación. Esta situación suele ser muy diferente en otras economías, donde la meta de inflación es el principal objetivo de la autoridad monetaria y se utilizan a las tasas de interés de referencia como principal instrumento.

En Argentina, esto no parece ser – todavía – el camino más recomendable, porque dado el bajo grado de bancarización y el poco crédito bancario actual, estos instrumentos suelen tener menor impacto del esperado.

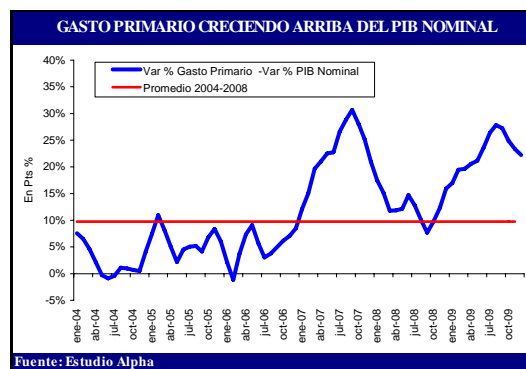
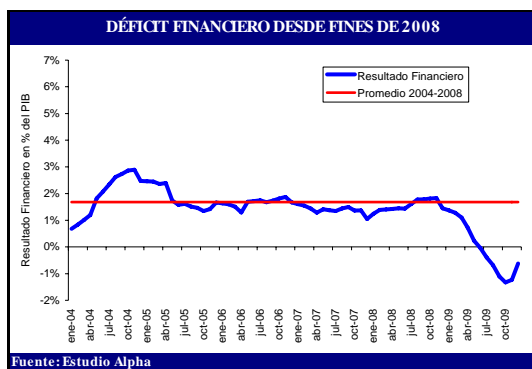


En los últimos años se han alternado períodos de política monetaria expansiva con otros de política monetaria contractiva. Una forma de medir el peso que está teniendo la política monetaria es comparando la tasa de expansión de los Medios de Pago (M2) con respecto a la evolución del PIB nominal. Si M2 crece a un ritmo mayor, la política monetaria es expansiva, y si ocurre lo contrario, es contractiva. Puntualmente el período contractivo más extenso es el que va desde el segundo trimestre de 2008 hasta junio de 2009. En ese momento, la salida de capitales obligó al BCRA a vender dólares en el mercado cambiario, rescatando pesos. El impacto no fue mayor, porque los bancos fueron cancelando Pases y Lebacs en la medida en que se restringía su liquidez. Recién desde mediados del año pasado en adelante, cuando se empezó a frenar la salida de dólares y el PIB lentamente recuperaba el crecimiento, la política monetaria volvió a ser expansiva.

➤ Política Fiscal:

En el caso de la Política Fiscal también se da una particularidad. El año 2009 se ha destacado a nivel mundial por la presencia generalizada de déficit fiscal como política contra-cíclica por la búsqueda de alentar a la recuperación económica. Resulta complicado determinar cuándo la política fiscal tiene un rol expansivo y cuando es contractiva. A veces este rol se vincula con la dinámica del gasto, pero es necesario tener en cuenta que si el gasto se ha financiado con un aumento de los impuestos al sector privado, el verdadero efecto expansivo surge de la diferencia entre la propensión a gastar que tienen los agentes privados y la que tiene el sector público que es prácticamente 1, es decir que gasta todo lo que le ingresa. Bajo ese criterio, una forma de evaluar el rol de la política fiscal desde el aspecto inflacionario es a través de la combinación de dos indicadores:

- ✓ **Resultado Financiero:** Porque mide el flujo de dinero final entre el sector público y el sector privado. Si el resultado es positivo, existe ahorro del sector público y si es negativo, deberá endeudarse, quitándole liquidez al sector privado.
- ✓ **Evolución del Gasto Primario** con respecto al tamaño de la economía: Este indicador sirve como complemento para dimensionar el tamaño del gasto. De esta forma, niveles de gasto que crecen por encima del aumento en el tamaño nominal de la economía pueden ser una señal de un rol más expansivo de la política fiscal, por el peso que tiene sobre la actividad económica el flujo de fondos que el sector público canaliza hacia el gasto.



En los últimos meses el resultado financiero se ha vuelto deficitario y el ritmo de expansión del gasto primario ha superado con creces al aumento del PIB Nominal. La combinación de estos factores es una clara señal de una política fiscal que se ha vuelto expansiva y que ha sumado presiones inflacionarias adicionales.

Perspectivas para 2010

La aceleración del proceso inflacionario ha sido contundente en los últimos meses. Desde el gobierno – por ahora - no se ha focalizado la gestión hacia este tema, porque no se lo ha reconocido oficialmente como un problema. Por lo tanto, parecería claro que vamos a un año de mayor inflación, superior al 20%.

Las alternativas que aparecen en el mediano plazo son pocas, justamente porque los instrumentos que mejores resultados pueden generar tienen efectos negativos sobre otras variables que el gobierno considera prioritarias.

La política fiscal o la monetaria más contractivas si bien pueden ayudar a acotar el ritmo inflacionario, no son amigables desde el punto de vista político, porque implican frenar la expansión del gasto público, convalidar incrementos salariales más bajos y por consiguiente menor impulso del consumo y un ritmo de crecimiento económico más acotado.

En economías desarrolladas las políticas de demanda pueden tener un carácter más duradero. En cambio en economías en desarrollo - como es el caso de Argentina - donde queda mucho camino por recorrer en materia de desarrollo, empleo y distribución del ingreso, este tipo de acciones tienen carácter transitorio. Por lo tanto deben servir para ganar tiempo mientras se fomenta la inversión y el aumento de la producción.

El camino corto para reforzar la oferta es el de alentar un mayor ingreso de importaciones. Esta alternativa está muy lejos de lo que el gobierno ha postulado como su modelo económico, porque implica incrementar el nivel de competencia interna y puede traer aparejados problemas para determinados productores locales que no logren ser competitivos. En ese esquema mucho tiene que ver el Tipo de Cambio Real (TCR). Si el TCR es bajo la competencia externa puede ser desafiante para algunos productores locales. En cambio si el TCR es alto, este riesgo no es tan contundente y puede servir como techo para el alza de precios. De todas formas, en cualquiera de los casos, la alternativa de alentar a las importaciones implica un deterioro del excedente comercial y mayor salida de divisas.

El gobierno difícilmente irá por una atenuación del ritmo de crecimiento de la demanda. Lo hará solamente en el caso que tenga que frenar el crecimiento del

gasto público por restricciones al financiamiento, si se demora la autorización al Fondo del Bicentenario o el ingreso de fondos frescos en el canje con los "hold outs". Buscará aumentos de la oferta a través de acuerdos con las principales cadenas de valor donde se ofrezcan incentivos – créditos subsidiados, desgravaciones impositivas, etc- y castigos – controles de precios, restricciones a exportaciones, etc – en un marco de una evolución de precios acordada.

No es fácil que éstas políticas tengan éxito, han fracasado en los últimos 3 años. Deberían incorporar como mínimo novedades importantes: ser más creíbles a partir del cambio de los interlocutores utilizados hasta ahora, destinar más recursos para los incentivos justo en un momento de una posición muy ajustada financieramente para el gobierno y mostrar como esquema global una coherencia de las política monetaria, fiscal, de ingresos y de financiamiento que tiendan hacia un razonable equilibrio y generen expectativas de un ritmo inflacionario más acotado.

[Volver al Índice](#)

Financiamiento público e inflación: un desafío a la racionalidad económica

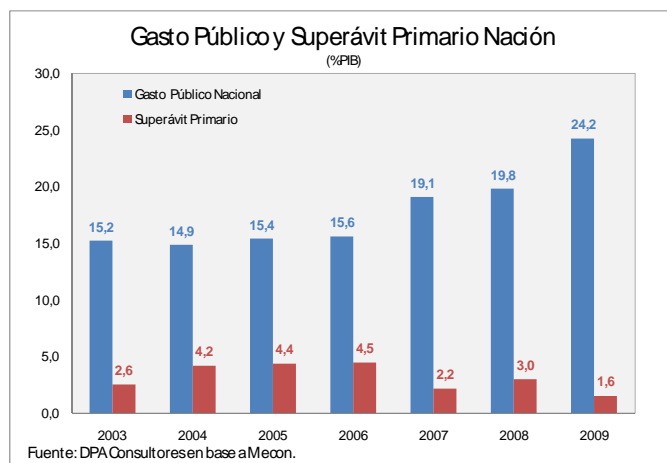
Por Horacio Costa²

La tasa de inflación de la economía argentina, medida por el IPC de diversas provincias y relevamientos de diversas instituciones privadas ha superado el 15% anual desde el año 2007 con un pico del orden de 23% anual en el año 2008 y una desaceleración parcial en el año 2009. En el último bimestre del año pasado y lo que va del corriente, los aumentos de precios se han acelerado y las estimaciones de inflación para el año 2010 se ubican en el 20% anual o más.

El fenómeno inflacionario, por lo tanto, no es un problema nuevo y su persistencia va dejando consecuencias que limitan el margen de acción de individuos y empresas y de los gobiernos de las diferentes jurisdicciones. A los fines de la presente nota, cabe mencionar las siguientes:

- a. La economía convive con un sistema financiero de poca significación. El total de depósitos del sector privado equivale a alrededor de 12% del PIB. Más de la mitad de esos depósitos son en cuentas corrientes y cajas de ahorro y 75% de los préstamos son descubiertos, compra de documentos y créditos al consumo. Es decir, irrelevante en términos del ahorro privado y el financiamiento de mediano y largo plazo.
- b. Cada vez cuesta más dinero en subsidios mantener las regulaciones de los precios de los servicios públicos y privados
- c. La puja precios y salarios es más agresiva
- d. Los "reacomodamientos" de precios relativos, incluido el tipo de cambio, son más bruscos
- e. La probabilidad de "espiralización" aumenta

² Licenciado en Economía, UCA. Director Ejecutivo de DPA Consultores
dpaconsultores@dpaconsultores.com.ar



El actual gobierno, continuando al anterior, lleva adelante una extraordinaria expansión del gasto público cuyos efectos más relevantes son la desaparición del superávit primario, el ahogo del sector privado por la carga tributaria y las crecientes necesidades de financiamiento público.

Como consecuencia de esta política, la economía ha enfrentado en forma recurrente situaciones de "stress" financiero que el gobierno fue sorteando aplicando medidas muy controvertidas como los impuestos al comercio exterior, el deterioro de federalismo tributario, la confiscación de los ahorros previsionales en las AFJP, la utilización del límite de financiamiento por parte del Banco Central previsto en su Carta Orgánica (modificada en Septiembre de 2008 para permitir el uso de esta fuente de recursos para el pago de todo tipo de deuda pública en moneda extranjera) y la transferencia de las utilidades contables del Banco Central al Tesoro Nacional.

Actualmente se repite la situación y, frente a las restricciones apuntadas anteriormente, el gobierno apeló a una nueva medida excepcional y controvertida como es la creación del Fondo del Bicentenario que, para ser eficiente, en caso de ser convalidado por los poderes legislativo y judicial, debería hacerse despejando toda duda respecto del monto de reservas que el Poder Ejecutivo puede utilizar y su destino. En tanto esto no suceda se agregaría más incertidumbre y percepción de riesgo a un contexto de por sí demasiado abundante en estas falencias.

De implementarse éste u otro mecanismo de financiamiento por parte del Banco Central al Estado Nacional, el gobierno enfrentaría, más allá de las consecuencias de un nuevo retroceso institucional, el problema de una expansión monetaria que impulsaría a la inflación. Por lo tanto, debería esterilizar el excedente de oferta monetaria y esta operación, muy probablemente, implicaría aumentar la tasa de interés y reducir el crédito al sector privado. Las señales que al respecto está dando la nueva gestión del Banco Central no son en este sentido, por lo que el riesgo inflacionario está aumentando.

El camino más racional para enfrentar la actual restricción de financiamiento y no exacerbar la inflación sino, por el contrario, bajarla hasta converger a un dígito anual, es moderar la expansión del gasto público pasando del 30% de incremento anual verificado en el año 2009 a 20% (bien alejado de un ajuste fiscal y de un enfriamiento de la economía). De este modo, las necesidades de financiamiento del sector público consolidado (Nación más Provincias) se

ubicarían en un nivel del orden de US\$ 7.000 millones, estimado en base a los siguientes datos y supuestos:

<i>Vencimientos de Deuda Pública 2010</i>	<i>US\$ M</i>	<i>%</i>	<i>Supuestos</i>
Organismos Internacionales	2.184	16%	Pago de intereses y 25% del Capital
Títulos Públicos	6.363	47%	Refinanciación de los vencimientos de los bonos en poder del Estado Nacional (ANSES, BNA, BCRA y otros)
Capital	3.224	-	
Intereses	3.139	-	
Bogar	1.030	8%	Pago del 100%
Letras del Tesoro	1.651	12%	Refinanciación del 100%
Banco Nación	1.380	10%	Refinanciación del 100%
Organismos Oficiales, Prestamos Garantizados y otros	1.040	8%	Pago del 100%
Total Deuda Pública	13.648	100%	-

Fuente: DPA Consultores en base a MECON.

Sin acceso a los mercados de capitales local e internacional, estas necesidades de financiamiento podrían ser cubiertas con recursos del propio sector público (ANSES, depósitos oficiales, BNA, transferencias de utilidades del BCRA, etc.) y, en esa cuantía, el impacto monetario de los mecanismos de financiamiento sería esterilizado con relativa facilidad.

Necesidades de Financiamiento 2010 US\$ Millones	Hipótesis de aumento i.a de Gasto Público		
	20%	25%	30%
Resultado Primario Nación	4.746	1.227	-1.961
Intereses Nación	7.009	7.009	7.009
Resultado Financiero Nación	-2.263	-5.782	-8.969
Resultado Primario Provincias	-3.500	-3.500	-3.500
Intereses Provincias	1.500	1.500	1.500
Resultado Financiero Provincias	-5.000	-5.000	-5.000
Resultado Financiero Consolidado	-7.263	-10.782	-13.969
Resultado Primario Consolidado	1.246	-2.273	-5.461
Deuda fuera del Sector Público	7.985	7.985	7.985
Necesidades de Financiamiento	6.739	10.258	13.446

Fuente: DPA Consultores en base a Mecon.

El gobierno debería explicitar su programa financiero, despejando la actual incertidumbre sobre este tema y disminuyendo la prima de riesgo país hasta que sea compatible con la operación de canje con los "holdouts" y la colocación de nuevos bonos.

A modo de conclusión: el gobierno enfrenta una restricción de financiamiento que hace inviable sostener el ritmo de gasto de los últimos años. Su moderación es la alternativa de mejor relación costo-beneficio para cerrar la brecha financiera del año, mejorar las expectativas de sustentabilidad fiscal con menor inflación y sostener el crecimiento del nivel de actividad.

[Volver al Índice](#)