

**Informe de Ejecución Presupuestaria  
del Sector Público Nacional**

**Tercer Trimestre - 2006**

**A S A P**

**Asociación Argentina de Presupuesto  
y Administración Financiera Pública**

---

**Octubre de 2006**

## Índice

<b>Síntesis</b>	<b>3</b>
<b>1. Análisis de la Situación Fiscal del Sector Público No Financiero</b>	<b>5</b>
- Ingresos	5
- Gastos Primarios	8
- Intereses de la Deuda	10
- Resultados Financiero y Primario	11
- Análisis del Financiamiento	11
- Evolución de la Deuda Pública	12
<b>2. Análisis de la Ejecución Presupuestaria de la APN</b>	<b>13</b>
- Comentarios	13
- Observatorio Fiscal	16
- Subsidios y Préstamos a Sectores Económicos	18
- Transferencias No Automáticas a Provincias	19
<b>Anexo(*)</b>	<b>19</b>
- Cuadro 1. Evolución de los Recursos Tributarios y Contribuciones a la Seguridad Social.	
- Cuadro 2. Evolución de los Recursos por Rubros.	
- Cuadro 4. Gastos Corrientes y de Capital.	
- Cuadro 11. Transferencias Discrecionales a Provincias.	

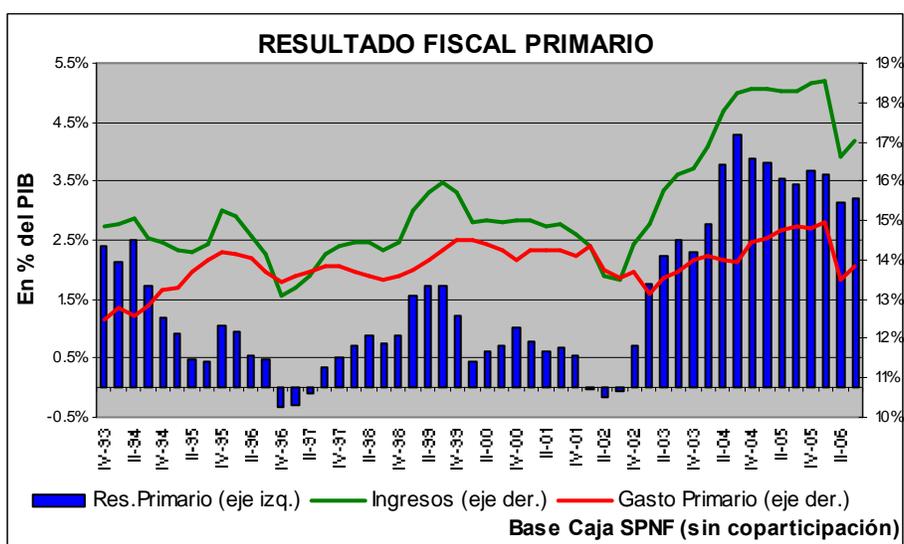
(\*) El resto de los cuadros se incluyen en el cuerpo principal del informe.

<b>Apéndice</b>	<b>23</b>
<b>“Estimación y Análisis de la Evolución Futura de la Deuda del Sector Público Nacional”</b>	

## Síntesis

Al finalizar el tercer trimestre de 2006, el superávit primario en base caja del Sector Público Nacional de los últimos doce meses se mantiene en el 3,5% del PIB, el mismo nivel observado en el trimestre pasado y apenas una décima por encima del registrado un año atrás. La fuerte recuperación de los ingresos durante el tercer trimestre (crecieron un 27% en términos interanuales) permitió alcanzar la trayectoria ascendente de los gastos primarios, que se incrementaron un 28% i.a. en el trimestre, y acumulan un 27% en lo que va del año. Tanto ingresos como gastos primarios continúan evolucionando de manera algo superior al crecimiento estimado del PIB nominal, lo cual se ve reflejado en mayores participaciones relativas de ambos conceptos con respecto al Producto.

GRÁFICO 1



La evolución de los recursos respondió principalmente al desempeño del IVA, del Impuesto a las Ganancias y de las Contribuciones a la Seguridad Social. Los primeros dos impuestos mantienen sus participaciones sobre el total de recursos tributarios en valores más o menos constantes desde fines de 2004. En tanto, a partir de septiembre de 2005 se observa una creciente participación de las contribuciones a la seguridad social respecto del total de la recaudación, hecho que se sustenta en las tasas de crecimiento récord que viene mostrando la recaudación de este recurso en los últimos doce meses.

En cuanto al comportamiento de los gastos primarios, se destaca el crecimiento de las prestaciones de la seguridad social y de las remuneraciones, impulsadas por los aumentos en las jubilaciones y en los salarios públicos dispuestos en junio y en mayo pasados, respectivamente. No obstante ello, la participación de estos dos conceptos en el total de gastos primarios nacionales ha mostrado una importante disminución desde diciembre de 2003 hasta la fecha. Por otra parte, sigue siendo significativo el crecimiento de los gastos de capital durante el tercer trimestre, fundamentalmente impulsados por las transferencias a provincias y por la inversión real directa, cuyas participaciones en el total del gasto primario siguen en ascenso.

De acuerdo a la información publicada recientemente por el Ministerio de Economía y Producción, el stock de deuda bruta a fines de junio de 2006 se ubica en \$403.185 millones, lo que implica un incremento del 3,1% respecto del stock a fines de 2005. No obstante ello, en términos del PBI experimentó una reducción de casi 5 puntos porcentuales en el mismo lapso, ubicándose en el orden del 68,9% del Producto. El incremento del tipo de cambio nominal y el efecto del CER constituyen los factores que más incidieron en la variación de la deuda durante el período.

En lo que respecta a la Administración Pública Nacional, si bien la ejecución de los gastos fue superior durante el tercer trimestre del año con relación a igual período de 2005, registrándose un incremento del 24,5%, el porcentaje de ejecución fue menor, alcanzando en promedio el 73% de los créditos vigentes. No obstante, de acuerdo a un indicador de “ejecución teórica” incorporado a partir de este informe, el nivel de ejecución acumulada estaría en línea con la porción transcurrida del ejercicio.

Por último, cabe destacar que la sección “Temas Especiales” incluye en esta oportunidad el artículo “Estimación y Análisis de la Evolución Futura de la Deuda del Sector Público Nacional”, elaborado por el Lic. Guido Rangugni y el Lic. Diego Anzoátegui, con el propósito principal de estimar y analizar la evolución de la deuda del Sector Público Nacional para los próximos diez años y estudiar su sustentabilidad.

## 1. Análisis de la situación fiscal del Sector Público Nacional Consolidado.

### – Ingresos

El crecimiento de los recursos del Sector Público No Financiero (SPNF) recuperó vigor durante el tercer trimestre del año, superando la desaceleración observada en el trimestre anterior. Los ingresos totales del SPNF (netos de coparticipación) sumaron \$31.894 millones, un 27% por encima de lo registrado en igual trimestre de 2005.

Asimismo, los recursos tributarios más las Contribuciones a la Seguridad Social acumulan una expansión del 24% en lo que va del año, algo superior a la evolución del PIB nominal estimado para el período. Con este desempeño, la relación de ingresos públicos nacionales con respecto al Producto se ubica en 18,9% en la serie de doce meses móviles, seis décimas por encima del registrado un año atrás.

La mejora en la evolución de los recursos obedeció básicamente al buen desempeño del IVA (\$11.661 millones, + 26%), del Impuesto a las Ganancias (\$8.048 millones, + 27%), y de las Contribuciones a la Seguridad Social (\$6.464 millones, + 45%).

CUADRO 1 (Resumen\*)

#### SECTOR PÚBLICO NACIONAL NO FINANCIERO

#### PRINCIPALES VARIACIONES DE LOS REC. TRIBUTARIOS Y CONTRIBUCIONES A LA SEG. SOC.

(en millones de \$ corrientes)

Concepto	VARIACIONES					
	3 meses		9 meses		12 meses	
	III trim-05	III trim-06	Sep-05	Sep-06	Sep-05	Sep-06
<b>I- RECURSOS TRIBUTARIOS **</b>	<b>24,5%</b>		<b>20,3%</b>		<b>21,9%</b>	
	25.727	32.021	76.134	91.559	97.121	118.350
<b>IVA</b>	<b>26,4%</b>		<b>25,2%</b>		<b>24,7%</b>	
	9.227	11.661	25.816	32.311	33.240	41.463
<b>Ganancias</b>	<b>26,7%</b>		<b>18,6%</b>		<b>25,5%</b>	
	6.350	8.048	20.937	24.824	25.450	31.932
<b>Derechos de exportación</b>	<b>26,6%</b>		<b>11,4%</b>		<b>11,2%</b>	
	3.344	4.234	9.472	10.552	12.050	13.403
<b>Déb. y Créd. en Ctas. Banc.</b>	<b>20,9%</b>		<b>23,3%</b>		<b>24,1%</b>	
	2.423	2.929	6.814	8.401	8.883	11.022
<b>Resto</b>	<b>17,5%</b>		<b>18,1%</b>		<b>17,3%</b>	
	4.383	5.149	13.095	15.471	17.498	20.531
<b>II- CONTRIBUCIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL</b>	<b>45,2%</b>		<b>45,5%</b>		<b>45,0%</b>	
	4.430	6.434	11.815	17.186	14.968	21.698
<b>TOTAL (I + II)</b>	<b>27,5%</b>		<b>23,6%</b>		<b>24,9%</b>	
	30.157	38.455	87.949	108.745	112.088	140.048

**Fuente:** ASAP, en base a información publicada por la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal.

**Notas:**

(\*) El cuadro 1 completo se encuentra en el Anexo.

(\*\*) Corresponde al total de la Recaudación Informada por AFIP. No coincide con el total de Ingresos Tributarios informados en el cuadro Ahorro-Inversión-Financiamiento del SPNF, que figura en el Cuadro 2 del presente Informe.

En el Cuadro 1 (Resumen), que se introduce en el presente Informe, se presentan las variaciones nominales y las tasas de variación interanuales de los principales ingresos tributarios y de las contribuciones de la seguridad social correspondientes al acumulado del ejercicio (columna del medio), la de los últimos tres meses (primera columna) y la correspondiente a 12 meses móviles (última columna). A partir de este nuevo cuadro, se puede apreciar claramente la aceleración de la recaudación de los últimos tres meses.

La evolución del IVA y de Ganancias está explicada fundamentalmente por el crecimiento de la actividad económica. En el caso de las contribuciones a la seguridad social, su comportamiento obedece al efecto combinado de la mayor ocupación, el incremento de la formalidad de la misma, los aumentos en los salarios y los planes de facilidades de pago. El empleo privado formal creció un 7,6% entre julio de 2005 y julio de 2006<sup>1</sup>, mientras que el índice de salarios muestra un crecimiento del 18% en el mismo período, debido básicamente a la evolución de los salarios del sector privado (las variaciones del índice de salarios son del 9% en el sector público y del 21% en el sector privado formal)<sup>2</sup>.

El crecimiento de la actividad económica también impulsó la recaudación de los Derechos de Importación (\$1.327 millones, + 32%), así como la del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente (\$2.929 millones, + 21%).

Por otra parte, las Retenciones a las Exportaciones (\$4.234 millones, +27%) se recuperaron levemente del desempeño mostrado en el trimestre anterior, cuando habían caído un 3,1%, aunque siguen lejos de las tasas de crecimiento registradas en trimestres anteriores. La evolución de este impuesto en lo que va del año está explicada por un cambio en la composición de las exportaciones donde, durante el primer semestre del año, redujeron su participación el petróleo y los cereales - rubros con mayores alícuotas -, aunque estos últimos mostraron una fuerte recuperación en el tercer trimestre, incrementando las ventas al exterior un 21% en el período junio-agosto con relación al año anterior<sup>3</sup>.

Finalmente, sigue siendo muy significativo el crecimiento de las rentas de la propiedad en el tercer trimestre (\$825 millones, + 322%). Este comportamiento se debe a la fuerte incidencia del cobro intereses por préstamos (\$390 millones en el trimestre, +135%). Asimismo, al analizar el período acumulado a septiembre, la comparación con el año 2005 arroja un crecimiento aun mayor (\$2.131 millones, + 333%), debido a que en el segundo trimestre de 2006 se devengaron utilidades del Banco Central transferidas al Tesoro por un total de \$600 millones, hecho que no ocurrió en igual período del año pasado.

En el Cuadro 2 (Resumen) se muestran las tasas de variación del total de los recursos del Sector Público Nacional no Financiero, en donde se acrecienta la tendencia señalada del Cuadro 1.

---

<sup>1</sup> Encuesta de Indicadores Laborales, MTESS. Julio de 2006.

<sup>2</sup> INDEC – ÍNDICE DE SALARIOS Y CVS. Octubre de 2006.

<sup>3</sup> Panorama Comercial Argentino N° 39 - Centro de Economía Internacional (CEI). Octubre de 2006

**CUADRO 2 (Resumen \*)**  
**SECTOR PÚBLICO NACIONAL NO FINANCIERO**  
**PRINCIPALES VARIACIONES DE LOS RECURSOS POR RUBROS**

(en millones de \$ corrientes)

Concepto	VARIACIONES					
	3 meses		9 meses		12 meses	
	III trim-05	III trim-06	Sep-05	Sep-06	Sep-05	Sep-06
<b>I- RECURSOS CORRIENTES</b>	<b>26,1%</b>		<b>23,4%</b>		<b>24,7%</b>	
	32.030	40.392	93.136	114.959	118.693	148.047
Ingresos Tributarios **	21,0%		19,9%		22,2%	
	25.763	31.165	75.348	90.377	95.764	117.071
Contrib. a la Seg. Social	40,5%		39,3%		39,5%	
	4.989	7.009	13.570	18.897	17.148	23.914
Ingresos No Tributarios	39,4%		-10,4%		-18,1%	
	734	1.023	2.854	2.556	4.051	3.318
Rentas de la Propiedad	321,6%		333,1%		300,8%	
	196	825	492	2.131	595	2.383
Resto	6,5%		14,4%		19,9%	
	347	370	872	998	1.136	1.362
<b>II- RECURSOS DE CAPITAL</b>	<b>-36,8%</b>		<b>-42,1%</b>		<b>-43,3%</b>	
	45	29	167	97	233	132
<b>III- RECURSOS TOTALES</b>	<b>26,0%</b>		<b>23,3%</b>		<b>24,6%</b>	
	32.075	40.421	93.303	115.056	118.926	148.179
<b>IV- RECURSOS TOTALES SIN COPARTICIPACIÓN</b>	<b>27,0%</b>		<b>24,1%</b>		<b>25,1%</b>	
	25.112	31.895	72.458	89.936	92.579	115.834

Fuente: ASAP, en base a información publicada por la Oficina Nacional de Presupuesto.

**Notas:**

(\*) El cuadro 2 completo se encuentra en el Anexo.

(\*\*) Corresponde al total de Ingresos Tributarios en el cuadro Ahorro-Inversión-Financiamiento del SPNF. No coincide con el total de la Recaudación Informada por AFIP, que figura en el Cuadro 1 del presente Informe.

El Cuadro 3 muestra la evolución de las participaciones de los principales impuestos en el total de los ingresos tributarios y contribuciones a la seguridad social.

**CUADRO 3**  
**SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO**  
**PARTICIPACIÓN DE LOS IMPUESTOS**

Período	IVA	Ganancias	Tributos Tradicionales	Der. de Expo.	Déb. y Créd.	Tributos No Tradicionales	Contribuc. a la Seg. Soc.	Otros ingresos tributarios
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)	(7)	(8)
Ene 03 - Dic 03	29,0%	20,4%	49,4%	12,8%	8,2%	20,9%	13,4%	16,3%
Jul 03 - Jun 04	30,2%	23,2%	53,4%	10,8%	7,8%	18,6%	12,7%	15,3%
Ene 04 - Dic 04	31,5%	22,7%	54,2%	10,5%	7,8%	18,3%	12,9%	14,7%
Jul 04 - Jun 05	31,6%	22,4%	53,9%	10,7%	7,9%	18,6%	13,2%	14,2%
Ene 05 - Dic 05	30,9%	23,5%	54,4%	10,3%	7,9%	18,2%	13,7%	13,6%
Jul 05 - Jun 06	31,2%	22,9%	54,1%	9,5%	8,0%	17,5%	14,9%	13,4%
<b>Oct 05 - Sep 06</b>	<b>31,1%</b>	<b>22,8%</b>	<b>53,9%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,9%</b>	<b>17,4%</b>	<b>15,5%</b>	<b>13,2%</b>
<b>Variación pta-pta</b>	<b>+2,1 pp.</b>	<b>+2,4 pp.</b>	<b>+4,5 pp.</b>	<b>-3,2 pp.</b>	<b>-0,3 pp.</b>	<b>-3,5 pp.</b>	<b>+2,1 pp.</b>	<b>-3,1 pp.</b>

Fuente: ASAP, en base a la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal.

Nota: Los ingresos tributarios corresponden a lo recaudado por la AFIP, e incluyen la Coparticipación Federal de Impuestos.

Del análisis del este Cuadro, surge que las participaciones del IVA y del Impuesto a las Ganancias en el total de ingresos tributarios y contribuciones se mantienen en un nivel constante desde fines de 2004, ya que en conjunto pasan del 49,4% en diciembre de 2003 al 54,2% en el mismo mes de 2004, momento desde el cual

se mantienen en el entorno del 54%. Asimismo, a partir de diciembre de 2005 puede observarse un incremento muy significativo de participación de las contribuciones a la seguridad social, aumentando casi 2 puntos porcentuales en lo que va del año, hecho que se sustenta en las tasas de crecimiento récord que viene mostrando la recaudación de este recurso en los últimos doce meses.

En el caso de los gravámenes “no tradicionales”, se observan dos tendencias diferentes. Por un lado, la participación del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias se mantiene más o menos constante a lo largo de la serie. Por otro lado, la participación de lo percibido por los Derechos de Exportación experimentó una disminución desde diciembre de 2003 (cuando comienza la serie), hecho que se explica a partir del cambio en la composición de las exportaciones comentado precedentemente.

### – Gastos Primarios

Los gastos primarios en base caja del SPNF también registraron un alza en el tercer trimestre del año. Totalizaron \$25.386 millones (sin coparticipación), un 28% por encima de lo gastado en el mismo período de 2005, y un 27% en el acumulado del corriente año. Las cifras en base caja correspondientes a cuatro trimestres móviles (últimos 12 meses) muestran que la relación de los gastos primarios nacionales con respecto al PIB continúa en aumento, situándose en el orden del 15,3%, medio punto por encima del registrado un año atrás.

La evolución de los gastos primarios obedece fundamentalmente al desempeño de los gastos primarios corrientes (\$21.496 millones en el trimestre, +23% i.a.) que, debido a su alta incidencia en la composición del gasto, explican más del 73% del incremento interanual del total.

Entre los conceptos que presentaron mayores incrementos, se destacan las prestaciones de la seguridad social (+30%) y las remuneraciones (+27%). Las primeras sintieron el impacto de los aumentos para jubilados y pensionados otorgados en junio pasado, cuando se elevó la jubilación mínima de \$390 a \$470 y se otorgó un aumento del 11% para el resto de las escalas<sup>4</sup>, acumulando un alza del 24% en lo que va de este año. En el caso de las remuneraciones, en el gasto del trimestre se vieron reflejadas las medidas adoptadas en mayo, por medio de las cuales se aprobó un aumento escalonado de los salarios de la Administración Pública Nacional con incrementos del 10% en los sueldos de junio y del 9% en los de agosto (pagados a partir de julio y septiembre, respectivamente)<sup>5</sup>.

Adicionalmente, como consecuencia de los aumentos en los salarios públicos, también cobraron impulso las transferencias corrientes a universidades (\$ 1.089 millones, + 43%).

---

<sup>4</sup> Decreto N° 764 del 15/06/2006.

<sup>5</sup> Decreto N° 678 del 30/05/2006.

**CUADRO 4 (Resumen \*)**  
**SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO**  
**PRINCIPALES VARIACIONES DE LOS GASTOS CORRIENTES Y DE CAPITAL**  
Ejecución presupuestaria al 30/09/2006. Base Caja.

(en millones de \$ corrientes)

Concepto	VARIACIONES					
	3 meses		9 meses		12 meses	
	III trim-05	III trim-06	Sep-05	Sep-06	Sep-05	Sep-06
<b>GASTOS CTES. PRIMARIOS</b>	+ 23,5%		+ 22,4%		+ 19,4%	
	17.411	21.496	48.742	59.651	66.653	79.599
Remuneraciones	+ 27,3%		+ 25,7%		+ 25,3%	
	2.911	3.705	8.054	10.127	10.710	13.417
Prestaciones de la Seg. Social	+ 30,3%		+ 24,6%		+ 18,2%	
	6.202	8.079	17.716	22.070	24.760	29.258
Transferencias corrientes	+ 16,9%		+ 22,0%		+ 20,3%	
	7.170	8.379	19.413	23.691	26.429	31.804
Universidades	+ 42,9%		+ 39,5%		+ 38,7%	
	762	1.089	1.950	2.720	2.574	3.569
<b>GASTOS DE CAPITAL</b>	+ 61,9%		+ 64,6%		+ 69,9%	
	2.402	3.890	6.793	11.183	8.471	14.394
Inversión Real Directa	+ 32,3%		+ 59,0%		+ 65,1%	
	818	1.082	1.985	3.157	2.534	4.185
Transferencias de capital	+ 108,1%		+ 69,3%		+ 77,8%	
	1.216	2.531	4.113	6.964	4.904	8.718
Provincias	+ 95,3%		+ 52,2%		+ 65,3%	
	987	1.928	3.529	5.372	4.152	6.861
Resto	+ 163,3%		+ 173,1%		+ 146,9%	
	229	603	583	1.592	752	1.857
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	+ 28,1%		+ 27,5%		+ 25,1%	
	19.813	25.386	55.536	70.833	75.124	93.992
<b>INTERESES</b>	+ 43,3%		- 2,5%		+ 6,8%	
	2.329	3.339	8.105	7.899	9.394	10.037
<b>GASTOS TOTALES</b>	+ 29,7%		+ 23,7%		+ 23,1%	
	22.142	28.725	63.641	78.732	84.518	104.029

**Nota:** (\*) El cuadro 4 completo se encuentra en el Anexo.

**Fuente:** ASAP, en base a la Oficina Nacional de Presupuesto.

Por su parte, las transferencias corrientes al sector privado se desaceleraron en el tercer trimestre (\$ 4.444 millones, + 17%), luego del fuerte incremento exhibido durante la primera mitad del año (\$ 8.722 millones, + 32%). Entre los rubros que continuaron impulsando su crecimiento en el trimestre se encuentran los subsidios a empresas de transporte automotor y ferroviario (\$ 557 millones, + 50,8%), las transferencias a CAMMESA para la compra de fuel oil para centrales térmicas (\$290 millones, + 65,9%), y las asignaciones familiares (\$ 477 millones, + 27,9%). En tanto, dada la reducción en el número de beneficiarios, continuaron disminuyendo los gastos del Plan Jefas y Jefes de Hogar (\$ 703 millones, -15,8%).

Finalmente, durante el tercer trimestre sigue siendo significativo el comportamiento de los gastos de capital (\$3.890 millones, +62%), impulsados fuertemente por el crecimiento de las transferencias de capital a provincias (\$1.928 millones, +95%).

El Cuadro 5 permite observar la importante disminución en la participación de las prestaciones de la seguridad social y de las remuneraciones en el total del gasto primario, que pasan, entre diciembre de 2003 hasta septiembre de 2006, del 37,0% al 31,1%, y del 16,6% al 14,3%, respectivamente. Asimismo, puede apreciarse claramente el significativo y continuo crecimiento en las participaciones de las transferencias a provincias y de la inversión real directa a lo largo de toda la serie, lo cual se explica por la incidencia de los planes federales de vivienda y de obras públicas en provincias y municipios.

**CUADRO 5**  
**SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO**  
**PARTICIPACIÓN EN LOS GASTOS PRIMARIOS \***

Período	Remuneraciones	Bienes y servicios	Prestaciones Seg. Social	Transf. Ctes. Sect. Priv.	Transf. a provincias	Inversión Real Directa	Otros Gastos
Ene '03 - Dic '03	16,6%	5,4%	37,0%	21,2%	12,8%	1,5%	5,5%
Jul '03 - Jun '04	15,8%	5,3%	36,7%	19,5%	14,3%	1,9%	6,4%
Ene '04 - Dic '04	14,7%	5,3%	35,3%	19,1%	15,8%	2,3%	7,5%
Jul '04 - Jun '05	14,4%	6,1%	33,7%	18,8%	17,1%	2,9%	7,0%
Ene '05 - Dic '05	14,4%	5,9%	31,6%	18,7%	18,6%	3,8%	6,8%
Jul '05 - Jun '06	14,3%	5,2%	31,0%	19,0%	18,2%	4,4%	8,0%
<b>Oct '05 - Sep '06</b>	<b>14,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>31,1%</b>	<b>18,6%</b>	<b>18,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Variación pta-pta</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>+5,6%</b>	<b>+2,9%</b>	<b>+2,7%</b>

**Fuente:** ASAP, en base a información publicada por la Oficina Nacional de Presupuesto.

**Nota:** (\*) No incluye la coparticipación de impuestos.

**– Intereses de la Deuda Pública**

El pago de intereses de la deuda totalizó \$3.339 millones en el período julio – septiembre de 2006, un 43% más que en igual período de 2005. Este incremento obedece, en primer lugar, a que en agosto de este año se pagó por los BODEN 2012 cerca de \$540 millones más que en igual período de 2005. Por otra parte, también en ese mes se pagaron intereses por las letras colocadas al BCRA que financiaron la cancelación anticipada de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Debido a que las letras devengan intereses semestralmente - los intereses por los préstamos del FMI se pagaban trimestralmente-, los servicios pagados en agosto de este año superan en \$190 millones a los pagados en agosto de 2005 por los préstamos del FMI. Asimismo, en el tercer trimestre de este año se pagaron cerca de \$115 millones más de intereses por préstamos de organismos internacionales (BID y Banco Mundial), y unos \$160 millones por el BONAR V.

No obstante lo acontecido en estos últimos tres meses, los intereses pagados en lo que va del año registran una caída interanual del orden del 3,6%. Sin embargo, la comparación está afectada por lo ocurrido en mayo de 2005 cuando, al perfeccionarse el Canje de la deuda en default, debieron abonarse en un solo pago los intereses devengados desde la fecha de emisión de los bonos nuevos.

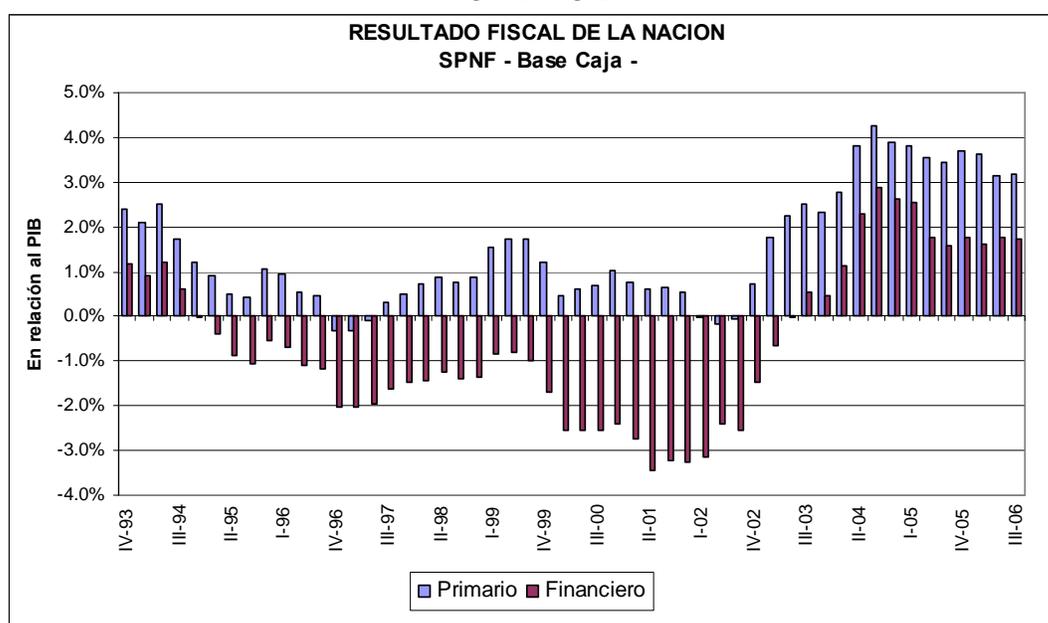
Analizando las cifras acumuladas en doce meses, la incidencia del pago de intereses registra un leve ascenso respecto del trimestre anterior. Medidos en relación al total de ingresos del SPNF, los intereses de la deuda pasan del 6,5% a 6,8% entre junio y septiembre de este año. Si la comparación se realiza en términos del PIB, la carga de intereses efectivamente pagados en un año muestra un incremento de una décima de punto porcentual respecto del trimestre anterior (1,6% vs. 1,5%, respectivamente), aunque continúa por de debajo del registrado un año atrás (1,9%).

## – Resultados Primario y Financiero

A pesar de la trayectoria ascendente del gasto primario, la fuerte recuperación de los ingresos permitió mantener el resultado primario nacional de los últimos 12 meses en el orden del 3,5% del PIB, el mismo nivel que el observado el trimestre anterior y una décima por encima del valor registrado en el período octubre'04 – septiembre'05. Durante el tercer trimestre de 2006 se obtuvo un superávit primario de \$6.508 millones, un 23% por encima del mismo trimestre de 2005.

No obstante, debido a la mayor incidencia del pago de intereses, la mejora del resultado financiero fue de tan sólo un 6,7%, alcanzando los \$3.170 millones. En las cifras correspondientes a doce meses móviles, el resultado financiero se ubica en el 1,9% del PIB, una décima menos que el valor registrado el trimestre pasado, aunque supera en tres décimas el valor de un año atrás.

GRÁFICO 2



## – Análisis del Financiamiento

El Resultado Financiero acumulado en los primeros nueve meses del año (\$11.200 millones) representa aproximadamente el 50% de las amortizaciones de títulos públicos y de los préstamos de organismos internacionales realizados en ese período.

Dado que el Tesoro Nacional realizó una devolución de Adelantos Transitorios del BCRA de \$1.200 millones por encima de los adelantos recibidos, que las letras del Tesoro colocadas a otros entes del SPNF se refinanciaron casi en su totalidad, y que la inversión financiera neta<sup>6 7</sup> estuvo en el orden de los \$2.200 millones, la

<sup>6</sup> Al margen del pago de amortizaciones y cancelaciones, existen otros usos que representan obligaciones financieras, o simplemente aplicaciones financieras como acumulación de saldos, y que absorben recursos. Esas operaciones se denominan 'inversión financiera'. De manera inversa, pueden obtenerse fuentes de financiamiento de la utilización de la inversión financiera acumulada en ejercicios anteriores.

brecha financiera ascendió a \$14.600 millones. No obstante, la necesidad de financiamiento se redujo a \$ 12.000 millones porque los organismos internacionales de crédito (básicamente BID y BIRF) realizaron desembolsos por un valor aproximado de \$2.600 millones. Dicha necesidad de financiamiento se cubrió por medio de la emisión de títulos públicos en dólares<sup>8</sup>. De ese total, cerca del 45% se colocó en el mercado abierto, mientras que el resto fue adquirido por la República de Venezuela.

## – Evolución de la Deuda Pública

De acuerdo a la información publicada recientemente por el Ministerio de Economía y Producción, el stock de deuda bruta a fines de junio de 2006 se ubica en \$403.185 millones (equivalente al 68,9% del PIB). Comparando las cifras con el stock a fines de 2005, durante el primer semestre del año se produjo un incremento del orden del 3,1% (\$12.151 millones), aunque en términos del PBI experimentó una reducción de casi 5 puntos porcentuales, ya que seis meses atrás rondaba el 73,5%.

Dado que en ese período el superávit financiero de la Administración Central fue de \$3.932 millones y que los activos financieros prácticamente no tuvieron cambios, cabría esperar que la deuda bruta final fuera aproximadamente \$4.000 millones menor. Sin embargo, como la deuda está compuesta por instrumentos en otras monedas, en moneda nacional ajustable por el CER, factores tales como la variación del tipo de cambio, o la inflación doméstica, también explican la evolución del stock de deuda. A su vez, también hay títulos que capitalizan intereses y reconocimientos de deuda que modifican el stock, estos últimos sin estar asociados a ningún flujo del período. Adicionalmente, hay un último elemento de incidencia, que consiste en la existencia de operaciones financieras que no se incluyen en los denominados Activos Financieros<sup>9</sup> a través de los cuales se pasa de la deuda bruta a la neta.

En consecuencia, en la variación de la deuda durante este período, el factor que más peso tuvo fue el incremento del tipo de cambio nominal (+ \$10.591 millones), seguido por la actualización por el CER (+ \$6.581 millones). Recién en tercer lugar aparece el Resultado Financiero (- \$3.932 millones), que apenas alcanza para compensar un tercio del incremento derivado del CER y del tipo de cambio.

Por su parte, los reconocimientos de deudas, la capitalización de intereses, y los atrasos en intereses acumulados por la deuda con el Club de París y Bilaterales, representan incrementos del orden de los \$2.000 millones cada uno, con lo que explican cerca de \$6.000 millones de aumento del stock.

---

<sup>7</sup> En el Cuadro Ahorro-Inversión-Financiamiento publicado por la Secretaría de Hacienda, estos conceptos no sólo se presentan bajo ese nombre, sino que también figuran en 'Incremento/Disminución Otros Pasivos' y hasta en 'Endeudamiento'. Esto se debe a la naturaleza de algunas operaciones realizadas entre distintos sectores del Sector Público Nacional

<sup>8</sup> En rigor, las emisiones realizadas sumaron u\$s4.865 millones (aprox. \$14.900 millones), pero el valor efectivo colocado fue de u\$s4.205 millones.

<sup>9</sup> En la información oficial correspondiente a la Deuda, el universo que incluye el concepto Activos Financieros es más restrictivo que el que se informa como Inversión Financiera en el Ahorro-Inversión-Financiamiento, ya que sólo incluye a aquellos activos del SPNF que tienen contrapartida de deuda con terceros.

Finalmente, dado que en las variaciones anteriores se incluyen los efectos derivados de la deuda no ingresada al canje, hay que realizar un ajuste técnico que implica restar la suma de esos impactos, que asciende a \$6.355 millones. El cuadro siguiente, sintetiza la situación.

**CUADRO 6**  
**ADMINISTRACIÓN CENTRAL**  
**CONCILIACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA Y EL RESULTADO**  
**PRIMER SEMESTRE 2006**

En millones de pesos

Superávit Fiscal	Variación de Deuda Bruta <sup>(1)</sup>	Diferencia a Explicar
3.932	12.150	16.082
<b>La variación de la Deuda se explica por el superávit fiscal, y por los siguientes conceptos:</b>		
• <b>Efectos de Valuación</b>		17.172
. Tipo de Cambio		10.591
. CER		6.581
• <b>Emisiones sin contrapartida de Gastos</b>		2.210
. Bocones (proveedores y previsionales)		2.210
• <b>Atrasos de intereses Deuda en default</b>		1.851
• <b>Capitalización de intereses</b>		1.808
• <b>Incrementos de saldos, Resto de Inversión Financiera y otras operaciones de la Adm. Ctral. <sup>3</sup></b>		-604
• <b>Ajustes para compensar los efectos de la Deuda no ingresada al canje <sup>4</sup></b>		-6.355
		16.082

Notas:

- ▀ (1) El Stock inicial de Deuda Neta (al 31/12/05) era de \$ 337.095 millones, mientras que el Stock al 30/06/06 alcanzó los \$ 348.807 millones. En consecuencia, el incremento de la Deuda Neta fue del 3,5%.
- ▀ (2) Elaboración propia en base a información publicada por las Secretarías de Hacienda y de Finanzas.
- ▀ (3) Incluye recuperos y asistencia financiera -PAF- a Pcias., constitución de garantías para préstamos garantizados y otras operaciones financieras
- ▀ (4) Dado que en las variaciones anteriores se incluyen los efectos derivados de la deuda no ingresada al canje, hay que realizar un ajuste técnico que implica restar la suma de esos impactos, que asciende a \$6.355 millones.

## 2. Análisis de la ejecución presupuestaria de la Administración Pública Nacional.

### – Comentarios

Con el objeto de poder realizar un análisis acerca del grado de avance de la ejecución presupuestaria, se desarrolló un indicador que establece, en función de la estructura de gastos de cada jurisdicción, el porcentaje de ejecución que cada una de éstas debería alcanzar en todos los meses del año. En el Cuadro 7 se puede apreciar este nuevo indicador para la ejecución acumulada al mes de septiembre (columna “Indicadores – % Ejec. Teórica”), y compararlo con la ejecución efectiva acumulada para tener una dimensión más rigurosa del desvío de la ejecución de cada jurisdicción.

La ejecución presupuestaria de la Administración Pública Nacional alcanzó, en promedio, el 73,0% de los créditos vigentes, un porcentaje que estaría en línea con la porción transcurrida del ejercicio.

El Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto (77,0%) y el Ministerio Desarrollo Social (76,3%) superan ampliamente dicho promedio. En el caso del primero, es particularmente alto el nivel de ejecución de los Programa 16 – Acciones Diplomáticas de Política Exterior, que llega al 80%. En el MDS, el porcentaje de ejecución del Programa 23 - Pensiones No Contributivas - alcanza el 91% del crédito vigente. Estos porcentajes expresan una insuficiencia crediticia, la que será solucionada con la ley ampliatoria del presupuesto 2006.

Por otra parte, la Jefatura de Gabinete de Ministros (59,0%), la Presidencia de la Nación (62,0%), y los Ministerios de Justicia y Derechos Humanos (54,5%), Economía y Producción (58,8%), y Salud (61,0%) presentan niveles de ejecución muy por debajo de la media. En particular, resultan especialmente bajos los niveles de ejecución de los siguientes programas:

- Política e Infraestructura Penitenciaria, MJDH (13%);
- Emergencia Sanitaria, MS (14%);
- Fomento de la pequeña y mediana empresa, MEP (26%);
- Asistencia y Coordinación de Políticas Sociales, PN (32%);
- Administración Financiera, MEP (37%);
- Actividades Centrales del MJDH (41%);
- Actividades Centrales de la Secretaría General, PN (50%);
- Prevención y Control de Enfermedades y Riesgos Específicos, MS (51%);
- Transferencias a Hospitales Posadas y Garrahan, MS (56%).

**CUADRO 7**  
**ADMINISTRACIÓN PÚBLICA NACIONAL**  
**ESTADO DE EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO AL 30 DE SEPTIEMBRE. BASE DEVENGADO**

en millones de \$

Jurisdicción	Presupuesto 2006		Indicadores		Var. interanual	
	Ejec. acum. a Sep-06	% Ejec.	% Ejec. Teórica	% Ejec. acum. a Sep-05	mill. de \$	en %
1 Poder Legislativo Nacional	438.1	73.3%	73.0%	76.6%	50.9	13%
5 Poder Judicial de la Nación	880.3	72.4%	73.0%	68.8%	126.9	17%
10 Ministerio Publico	211.0	72.5%	73.0%	67.9%	39.8	23%
20 Presidencia de la Nación	563.7	62.0%	72.7%	64.4%	71.8	15%
25 Jefatura de Gabinete de Ministros	182.5	59.0%	72.6%	57.3%	51.9	40%
30 Ministerio del Interior	3,186.2	70.1%	73.0%	69.1%	437.7	16%
35 Min. de Relaciones Ext., Ccio. Int. y Culto	654.3	77.0%	72.8%	75.0%	91.4	16%
40 Min. de Justicia y Derechos Humanos	415.9	54.5%	72.9%	59.6%	78.2	23%
45 Ministerio de Defensa	4,054.7	71.0%	72.9%	72.8%	398.6	11%
50 Ministerio de Economía y Producción	1,057.3	58.8%	72.7%	54.5%	319.8	43%
56 Min. de Planif. Fed., Inv. Púb. y Scios.	9,369.3	73.1%	72.5%	73.2%	3,701.5	65%
70 Min. de Educación, Ciencia y Tecnología	4,954.0	74.0%	72.5%	76.6%	1,055.3	27%
75 Min. de Trabajo, Empleo y Seg. Soc.	25,818.0	73.7%	72.9%	74.7%	3,988.3	18%
80 Ministerio de Salud	1,286.3	61.0%	72.6%	62.2%	223.7	21%
85 Ministerio de Desarrollo Social	2,726.0	76.3%	72.8%	70.5%	581.7	27%
90 Servicio de la deuda pública	7,857.1	83.4%	72.5%	83.2%	-394.5	-5%
91 Obligaciones a cargo del Tesoro	6,371.4	69.1%	72.5%	76.5%	912.5	17%
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>70,026.2</b>	<b>73.0%</b>	<b>72.8%</b>	<b>74.4%</b>	<b>11,735.5</b>	<b>20%</b>

Fuente: ASAP, en base al SIDIF.

Fecha de corte de la información: 10/10/2006.

– **Modificaciones Presupuestarias - Observatorio Fiscal** <sup>10</sup>

Al finalizar el tercer trimestre del año, los créditos para gastos de la Administración Pública Nacional muestran un incremento de \$2.165 millones respecto del presupuesto originalmente aprobado, y de \$901 millones respecto al crédito vigente al finalizar el trimestre anterior.

**CUADRO 8  
PRINCIPALES AMPLIACIONES PRESUPUESTARIAS**

**Acumulado al 30/09/06**

(en millones de \$)

<b>Forma de Financiamiento - Nº de Norma</b>	<b>Importe</b>	<b>Jurisdicción Beneficiada</b>	<b>Parte de Prensa Nº</b>
<b><u>Decisiones Administrativas y Resoluciones</u></b>			
Incremento del gasto financiado por recursos propios, recursos afectados y remanentes de ejercicios anteriores (art. 9 Ley de Presupuesto)	<b>319,4</b>		
DA 388 del 10/07/06	78,5	MI	9/06
DA 644 del 12/09/06	105,0	MJyDH	15/06
Otras normas	135,9		
Incremento del gasto en detrimento de aplicaciones financieras (art. 1 Ley Nº 26.124)	<b>830,0</b>		
DA 495 del 16/08/06	750,0	MPFIPyS	11/06
DA 613 del 12/09/06	80,0	Jur. 91	14/06
Cambio en el criterio de imputación	<b>-180,0</b>		
Res. SH Nº204/06	-180,0	Jur. 91	
<b>SUBTOTAL - D.A. + Resoluciones</b>	<b>969,4</b>		
<b><u>Decretos de Necesidad y Urgencia</u></b>			
Aumento del endeudamiento	<b>395,6</b>		
DNU 678 del 30/05/06	395,6	MPFIPyS	5/06
Disminución de aplicaciones financieras	<b>800,0</b>		
DNU 811 del 27/06/06	800,0	Jur. 91	8/06
<b>SUBTOTAL - D.N.U.</b>	<b>1.196</b>		
<b>TOTAL - D.A. + D.N.U.</b>	<b>2.165</b>		

**Fuente:** ASAP, en base al Boletín Oficial.

**Notas:**

<sup>1</sup> Ampliaciones presupuestarias que se realizaron a partir de la vigencia del art. 1º de la Ley Nº 26.124, promulgada el 7 de agosto de 2006 (que sustituye al art 37 de la Ley de Administración Financiera), y que no podían ser instrumentadas bajo el artículo anterior.

<sup>2</sup> Por excepción al art. 37 de la Ley de Administración Financiera, previamente a ser modificado por el art. 1º de la Ley Nº 26.124.

<sup>10</sup> Los cuadros 7 y 8 completos y actualizados pueden consultarse en la página web de la Asociación, en el campo Observatorio Fiscal, así como los partes de Prensa aludidos en esos cuadros.

Las ampliaciones del tercer trimestre responden principalmente al dictado de tres Decisiones Administrativas del Jefe de Gabinete de Ministros y una Resolución de la Secretaría de Hacienda: la D.A. N° 495 del 16/08/2006, las D.A. N° 613 y N° 644 del 12/09/2006, y la Resolución SH N° 204/2006.

Cabe señalar que en las primeras dos medidas mencionadas el Poder Ejecutivo ha hecho uso de las facultades previstas en el art. 1° de la Ley 26.124, que modificó el Art. 37 de la Ley de Administración Financiera. El uso de las facultades previstas por el nuevo artículo le ha permitido al Poder Ejecutivo la utilización de gastos “debajo de la línea” (aplicaciones financieras) para financiar un incremento de los gastos corrientes y de capital.

También fueron reasignados \$240 millones de una jurisdicción a otra, en la mayor parte de los casos utilizando créditos originalmente presupuestados en la jurisdicción “Obligaciones a Cargo del Tesoro”.

**CUADRO 9**  
**PRINCIPALES COMPENSACIONES PRESUPUESTARIAS**

Acumulado al 30/09/06

(en millones de \$)

N° de Norma	Importe	Jurisdicción Beneficiada	Jurisdicción Cedente	Parte de Prensa N°
<b>Decisiones Administrativas y Decretos</b>				
DA 107 del 05/04/06	150.0	Jur. 91	MPFIPyS	3/06
DA 121 del 11/04/06	310.2	MECyT	Jur. 91	4/06
DA 149 del 18/04/06	221.0	MPFIPyS	Jur. 91	-
DA 309 del 13/05/06	40.0	MEyP	Jur. 91	7/06
Dto. 910 del 18/07/06	54.9	MPFIPyS	MJyDH	-
DA 494 del 16/08/06 <sup>1</sup>	80.0	MECyT	Jur. 91	11/06
DA 517 del 28/08/06	30.0	MDS	MTEySS	12/06
DA 580 del 12/09/06 <sup>1</sup>	30.0	Jur. 91	Jur. 91	13/06
DA 624 del 12/09/06 <sup>1</sup>	5.2	JGM y MECyT	Jur. 91	-
Otras	81.8			
<b>SUBTOTAL - D.A. y Decretos</b>	<b>1,003.1</b>			
<b>Decretos de Necesidad y Urgencia</b>				
DNU 352 del 30/03/06	1,085.0	MPFIPyS	Serv. de la Deuda (Intereses)	1/06
DNU 363 del 31/03/06	30.0	MI	Jur. 91 y MPFIPyS	2/06
<b>SUBTOTAL - D.N.U.</b>	<b>1,115.0</b>			

**Fuente:** ASAP, en base al Boletín Oficial.

La jurisdicción más beneficiada por las modificaciones del período fue el Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, que recibió \$694 millones adicionales en el tercer trimestre y acumula un incremento de \$2.239 millones en lo que va del año, un 21% más que su presupuesto inicial.

**CUADRO 10**  
**ADMINISTRACIÓN PÚBLICA NACIONAL**  
**GASTOS CORRIENTES Y DE CAPITAL**  
**Presupuesto inicial y vigente al cierre de cada trimestre.**

(en millones de \$ corrientes)

Jurisdicción	Presupuesto Inicial	Modif. Presup. Acumuladas	% sobre presup. inicial
1 Poder Legislativo Nacional	598.0	0.1	0%
5 Poder Judicial de la Nación	1,216.7	0.0	0%
10 Ministerio Público	291.0	0.2	0%
20 Presidencia de la Nación	845.6	63.1	7%
25 Jefatura de Gabinete de Ministros	311.8	-2.4	-1%
30 Ministerio del Interior	4,433.3	114.2	3%
35 Min. de Rel. Ext., Ccio. Internac. y Culto	842.9	6.9	1%
40 Min. de Justicia y Derechos Humanos	640.1	123.4	19%
45 Ministerio de Defensa	5,707.9	0.0	0%
50 Ministerio de Economía y Producción	1,741.8	50.3	3%
54 Min. de Planif. Fed., Inversión Púb. y Scios.	10,459.0	2,238.7	21%
70 Min. de Educación, Ciencia y Tecnología	6,299.5	385.5	6%
75 Min. de Trabajo, Empleo y Seguridad Social	35,058.5	-8.5	0%
80 Ministerio de Salud	2,110.5	-2.8	0%
85 Ministerio de Desarrollo Social	3,559.3	11.8	0%
90 Servicio de la deuda pública	252.4	0.0	0%
91 Obligaciones a cargo del Tesoro	8,956.3	269.6	3%
<b>GASTO PRIMARIO</b>	<b>83,324.6</b>	<b>3,250.1</b>	<b>4%</b>
Intereses	10,385.2	-1,085.0	-10%
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>93,709.8</b>	<b>2,165.1</b>	<b>2%</b>

Fuente: SIDIF.

– **Subsidios y préstamos a sectores económicos**

Durante los primeros nueve meses del año, la Administración Nacional otorgó subsidios a empresas privadas y públicas por un total de \$ 3.381 millones, un 72% más que en igual período de 2005. Asimismo, la asistencia financiera mediante préstamos reintegrables y capitalización de empresas alcanzó los \$ 876 millones (+ 21%).

En cuanto al destino de los fondos, más de la mitad de las transferencias fue dirigida al financiamiento de la política energética (\$ 2.037,6 millones), que incluye, entre otras partidas, las transferencias a la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. – CAMMESA – (\$ 630 millones, + 33%), y al Fondo Fiduciario para el Transporte Eléctrico Federal (\$ 461 millones, + 383%). Además de estos fondos en concepto de subsidios, CAMMESA también resultó beneficiada por el otorgamiento de préstamos por \$240 millones (- 40%). En suma, al finalizar el tercer trimestre del año, se destinaron un total de \$2.280 millones al sector energético, lo que implica un incremento interanual de \$1.030 millones (+ 82%).

Asimismo, se asignaron subsidios al transporte automotor y de pasajeros por un total de \$ 812 millones (+ 44%), \$ 82 millones (- 64%) a la industria, y \$ 113 millones al sector rural y forestal (+ 52%).

Por otro lado, se otorgaron subsidios a las siguientes empresas públicas: Yacimientos Carboníferos Fiscales (\$ 153,5 millones, - 11%); Sistema Nacional de Medios Públicos S.E. (\$ 102,9 millones, + 58%); Ente Binacional Yaciretá (\$ 30,6

millones, - 27%); TELAM S.E. (\$ 17,5 millones, sin incremento); ENARSA (+\$ 8,9 millones); EDUCAR.SE. (+\$ 5,4 millones). Finalmente, también se asignaron fondos para la capitalización de Agua y Saneamientos Argentinos S.A. – AySA (\$ 150 millones); para la Empresa Argentina de Soluciones Satelitales S.A – ARSAT (\$ 50 millones); y a ENARSA (\$ 79,3 millones, +60%).

En síntesis, el monto total de los subsidios y aportes otorgados por la Administración Nacional ascendió a \$.4.257 millones al finalizar el tercer trimestre del año.

#### – **Transferencias a Provincias**

Las transferencias a provincias para la realización de gastos corrientes y de capital constituyen uno de los principales componentes del Presupuesto Nacional. En el Presupuesto 2006, el gasto previsto es de \$ 15.898 millones, prácticamente equivalente a los gastos operativos (remuneraciones y bienes y servicios no personales) del Estado Nacional.

Las transferencias a provincias pueden ser desagregadas en dos grandes ítems: (a) las originadas en el cumplimiento de leyes que disponen afectaciones de fondos a fines determinados y (b) las denominadas transferencias “discrecionales”, sobre las que el Poder Ejecutivo Nacional puede definir su destino.

Al finalizar el tercer trimestre del año, el gasto en transferencias a provincias alcanza un total de \$11.903 millones, un 19% más que en igual período de 2005. Las transferencias discrecionales ascienden al 37% de dicho total (\$ 4.401,5 millones, +47%). En el Cuadro 11 del Anexo se detallan los conceptos de gasto más importantes.

**CUADRO 1**  
**SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO**  
**EVOLUCION DE LOS RECURSOS TRIBUTARIOS Y CONTRIBUCIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL**

(en millones de \$ corrientes)

Concepto	VARIACIONES					
	3 meses		9 meses		12 meses	
	III trim-05	III trim-06	Sep-05	Sep-06	Sep-05	Sep-06
<b>I- RECURSOS TRIBUTARIOS**</b>		<b>24,5%</b>		<b>20,3%</b>		<b>21,9%</b>
	\$ 25.727	\$ 32.021	\$ 76.134	\$ 91.559	\$ 97.121	\$ 118.350
IVA		26,4%		25,2%		24,7%
	\$ 9.227	\$ 11.661	\$ 25.816	\$ 32.311	\$ 33.240	\$ 41.463
Ganancias		26,7%		18,6%		25,5%
	\$ 6.350	\$ 8.048	\$ 20.937	\$ 24.824	\$ 25.450	\$ 31.932
Derechos de exportación		26,6%		11,4%		11,2%
	\$ 3.344	\$ 4.234	\$ 9.472	\$ 10.552	\$ 12.050	\$ 13.403
Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias		20,9%		23,3%		24,1%
	\$ 2.423	\$ 2.929	\$ 6.814	\$ 8.401	\$ 8.883	\$ 11.022
Combustibles		15,7%		12,8%		14,5%
	\$ 1.456	\$ 1.684	\$ 4.104	\$ 4.628	\$ 5.714	\$ 6.542
Derechos de importación		31,6%		33,8%		31,0%
	\$ 1.008	\$ 1.327	\$ 2.697	\$ 3.610	\$ 3.581	\$ 4.693
Internos		9,7%		12,5%		12,4%
	\$ 905	\$ 993	\$ 2.668	\$ 3.002	\$ 3.551	\$ 3.991
Bienes Personales		19,8%		14,6%		14,5%
	\$ 292	\$ 350	\$ 1.506	\$ 1.726	\$ 1.775	\$ 2.032
Ganancia Mínima Presunta		1,5%		-4,7%		-3,9%
	\$ 271	\$ 275	\$ 833	\$ 793	\$ 1.106	\$ 1.063
Monotributo Impositivo		15,7%		13,1%		14,3%
	\$ 192	\$ 222	\$ 558	\$ 632	\$ 726	\$ 830
Adicional Cigarillos		5,9%		3,4%		4,1%
	\$ 90	\$ 96	\$ 285	\$ 295	\$ 386	\$ 402
Otros		19,3%		77,4%		48,4%
	\$ 170	\$ 203	\$ 443	\$ 786	\$ 659	\$ 978
<b>II - CONTRIBUCIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL</b>		<b>45,2%</b>		<b>45,5%</b>		<b>45,0%</b>
	\$ 4.430	\$ 6.434	\$ 11.815	\$ 17.186	\$ 14.968	\$ 21.698
<b>III - TOTAL (I + II)</b>		<b>27,5%</b>		<b>23,6%</b>		<b>24,9%</b>
	\$ 30.157	\$ 38.455	\$ 87.949	\$ 108.745	\$ 112.088	\$ 140.048

Fuente: ASAP, en base a información publicada por la Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal.

(\*\*) Corresponde al total de la Recaudación Informada por AFIP. No coincide con el total de Ingresos Tributarios informados en el cuadro Ahorro-Inversión-Financiamiento del SPNF, que figura en el Cuadro 2 del presente Informe.

**CUADRO 2**  
**SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO**  
**EVOLUCION DE LOS RECURSOS POR RUBROS**

(en millones de \$ corrientes)

Concepto	VARIACIONES					
	3 meses		9 meses		12 meses	
	III trim-05	III trim-06	Sep-05	Sep-06	Sep-05	Sep-06
I- RECURSOS CORRIENTES	26,1%		23,4%		24,7%	
	\$ 32.030	\$ 40.392	\$ 93.136	\$ 114.959	\$ 118.693	\$ 148.047
Ingresos Tributarios	21,0%		19,9%		22,2%	
	\$ 25.763	\$ 31.165	\$ 75.348	\$ 90.377	\$ 95.764	\$ 117.071
Contribuciones a la seguridad social	40,5%		39,3%		39,5%	
	\$ 4.989	\$ 7.009	\$ 13.570	\$ 18.897	\$ 17.148	\$ 23.914
Ingresos No Tributarios	39,4%		-10,4%		-18,1%	
	\$ 734	\$ 1.023	\$ 2.854	\$ 2.556	\$ 4.051	\$ 3.318
Ventas de bienes y servicios	16,1%		17,6%		16,0%	
	\$ 151	\$ 175	\$ 393	\$ 462	\$ 498	\$ 577
Rentas de la propiedad	321,6%		333,1%		300,8%	
	\$ 196	\$ 825	\$ 492	\$ 2.131	\$ 595	\$ 2.383
Transferencias corrientes	18,6%		24,5%		37,0%	
	\$ 117	\$ 139	\$ 314	\$ 391	\$ 405	\$ 555
Otros recursos corrientes	-29,5%		-11,5%		-1,4%	
	\$ 80	\$ 56	\$ 165	\$ 146	\$ 234	\$ 230
II- RECURSOS DE CAPITAL	-36,8%		-41,9%		-43,3%	
	\$ 45	\$ 29	\$ 167	\$ 97	\$ 233	\$ 132
III- RECURSOS TOTALES	26,0%		23,3%		24,6%	
	\$ 32.075	\$ 40.421	\$ 93.303	\$ 115.056	\$ 118.926	\$ 148.179
IV- RECURSOS COPARTICIPADOS	22,5%		20,5%		22,8%	
	\$ 6.963	\$ 8.526	\$ 20.845	\$ 25.120	\$ 26.347	\$ 32.345
V- RECURSOS TOTALES SIN COPARTICIPACIÓN	27,0%		24,1%		25,1%	
	\$ 25.112	\$ 31.895	\$ 72.458	\$ 89.936	\$ 92.579	\$ 115.834

**Fuente:** ASAP, en base a información publicada por la Oficina Nacional de Presupuesto.

**SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO  
GASTOS CORRIENTES Y DE CAPITAL**

Ejecución presupuestaria al 30/09/2006. Base Caja.  
(en millones de \$ corrientes)

Concepto	VARIACIONES					
	3 meses		9 meses		12 meses	
	III trim-05	III trim-06	Sep-05	Sep-06	Sep-05	Sep-06
<b>GASTOS CORRIENTES PRIMARIOS</b>		<b>+ 23,5%</b>		<b>+ 22,4%</b>		<b>+ 19,4%</b>
	\$ 17.411	\$ 21.496	\$ 48.742	\$ 59.651	\$ 66.653	\$ 79.599
Remuneraciones		<b>+ 27,3%</b>		<b>+ 25,7%</b>		<b>+ 25,3%</b>
	\$ 2.911	\$ 3.705	\$ 8.054	\$ 10.127	\$ 10.710	\$ 13.417
Bienes y servicios		<b>+ 12,8%</b>		<b>+ 1,0%</b>		<b>+ 4,3%</b>
	\$ 1.059	\$ 1.194	\$ 3.394	\$ 3.427	\$ 4.519	\$ 4.712
Prestaciones de la Seg. Social		<b>+ 30,3%</b>		<b>+ 24,6%</b>		<b>+ 18,2%</b>
	\$ 6.202	\$ 8.079	\$ 17.716	\$ 22.070	\$ 24.760	\$ 29.258
Transferencias corrientes		<b>+ 16,9%</b>		<b>+ 22,0%</b>		<b>+ 20,3%</b>
	\$ 7.170	\$ 8.379	\$ 19.413	\$ 23.691	\$ 26.429	\$ 31.804
Sector privado		<b>+ 17,0%</b>		<b>+ 26,4%</b>		<b>+ 23,1%</b>
	\$ 3.798	\$ 4.444	\$ 10.415	\$ 13.166	\$ 14.176	\$ 17.447
Provincias		<b>+ 12,1%</b>		<b>+ 12,1%</b>		<b>+ 14,9%</b>
	\$ 2.484	\$ 2.783	\$ 6.706	\$ 7.515	\$ 9.108	\$ 10.465
Universidades		<b>+ 42,9%</b>		<b>+ 39,5%</b>		<b>+ 38,7%</b>
	\$ 762	\$ 1.089	\$ 1.950	\$ 2.720	\$ 2.574	\$ 3.569
Sector externo		<b>- 54,3%</b>		<b>- 6,8%</b>		<b>- 33,4%</b>
	\$ 112	\$ 51	\$ 219	\$ 204	\$ 346	\$ 230
Otras		<b>- 15,7%</b>		<b>- 29,6%</b>		<b>- 58,8%</b>
	\$ 13	\$ 11	\$ 123	\$ 86	\$ 226	\$ 93
Otros gastos		<b>+ 100,1%</b>		<b>+ 89,6%</b>		<b>+ 73,4%</b>
	\$ 70	\$ 140	\$ 165	\$ 313	\$ 235	\$ 408
<b>GASTOS DE CAPITAL</b>		<b>+ 61,9%</b>		<b>+ 64,6%</b>		<b>+ 69,9%</b>
	\$ 2.402	\$ 3.890	\$ 6.793	\$ 11.163	\$ 8.471	\$ 14.394
Inversión Real Directa		<b>+ 32,3%</b>		<b>+ 59,0%</b>		<b>+ 65,1%</b>
	\$ 818	\$ 1.082	\$ 1.985	\$ 3.157	\$ 2.534	\$ 4.185
Transferencias de capital		<b>+ 108,1%</b>		<b>+ 69,3%</b>		<b>+ 77,8%</b>
	\$ 1.216	\$ 2.531	\$ 4.113	\$ 6.964	\$ 4.904	\$ 8.718
Provincias		<b>+ 95,3%</b>		<b>+ 52,2%</b>		<b>+ 65,3%</b>
	\$ 987	\$ 1.928	\$ 3.529	\$ 5.372	\$ 4.152	\$ 6.861
Resto		<b>+ 163,3%</b>		<b>+ 173,1%</b>		<b>+ 146,9%</b>
	\$ 229	\$ 603	\$ 583	\$ 1.592	\$ 752	\$ 1.857
Inversión financiera		<b>- 24,8%</b>		<b>+ 52,6%</b>		<b>+ 44,3%</b>
	\$ 368	\$ 277	\$ 696	\$ 1.061	\$ 1.033	\$ 1.492
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>		<b>+ 28,1%</b>		<b>+ 27,5%</b>		<b>+ 25,1%</b>
	\$ 19.813	\$ 25.386	\$ 55.536	\$ 70.833	\$ 75.124	\$ 93.992
<b>INTERESES</b>		<b>+ 43,3%</b>		<b>- 2,5%</b>		<b>+ 6,8%</b>
	\$ 2.329	\$ 3.339	\$ 8.105	\$ 7.899	\$ 9.394	\$ 10.037
<b>GASTOS TOTALES</b>		<b>+ 29,7%</b>		<b>+ 23,7%</b>		<b>+ 23,1%</b>
	\$ 22.142	\$ 28.725	\$ 63.641	\$ 78.732	\$ 84.518	\$ 104.029

**Fuente:** ASAP, en base a información publicada por la Oficina Nacional de Presupuesto.

**CUADRO 11**  
**TRANSFERENCIAS DISCRECIONALES A PROVINCIAS**  
**ADMINISTRACION PÚBLICA NACIONAL**

En millones de pesos

Jurisdicción - Programa	acumulado hasta	
	Sep-05	Sep-06
<b>Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios</b>	<b>1.238,5</b>	<b>2.806,9</b>
Planes Federales de Vivienda	844,5	2.026,6
Otros programas	394,0	780,4
<b>Ministerio de Educación, Ciencia y Tecnología</b>	<b>95,5</b>	<b>283,4</b>
Innovación tecnológica en educación	6,6	151,2
Infraestructura y equipamiento educativo	32,8	48,9
Otros programas	56,2	83,3
<b>Ministerio de Salud</b>	<b>120,3</b>	<b>159,1</b>
Programa Materno Infantil	44,6	56,2
Transferencias al Hospital Posadas	32,8	48,1
Transferencias al Hospital Garrahan	22,2	29,3
Otros programas	20,8	25,5
<b>Ministerio de Desarrollo Social</b>	<b>667,2</b>	<b>388,7</b>
Seguridad Alimentaria	403,6	339,0
Desarrollo local	49,6	22,8
Otros programas	214,0	26,9
<b>Obligaciones a cargo del Tesoro</b>	<b>634,8</b>	<b>565,6</b>
Asistencia financiera a provincias	623,7	552,6
<b>Resto de Jurisdicciones</b>	<b>239,3</b>	<b>197,7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>2.995,8</b>	<b>4.401,5</b>

**Fuente:** ASAP, en base al SIDIF.

# ESTIMACIÓN Y ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN FUTURA DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL

*Guido Ranguini  
Diego Anzoátegui*

## 1. INTRODUCCIÓN

El presente artículo tiene como propósito principal estimar y analizar la evolución de la deuda del Sector Público Nacional para los próximos diez años y estudiar su sustentabilidad. En esta línea, se ha construido un modelo de simulación que intenta replicar el comportamiento dinámico de los principales componentes de la deuda pública para el período que se extiende del año 2006 al año 2015, y que sirve como instrumento para identificar potenciales situaciones de alta vulnerabilidad. Mediante su utilización, se somete a la deuda a tres senderos macroeconómicos para el período de análisis, los cuales representan diferentes evoluciones futuras del contexto financiero internacional, de las principales variables macroeconómicas de la economía argentina y del desempeño fiscal en el ámbito del Sector Público Nacional. Estos senderos se inscriben en tres escenarios, que van desde una evolución de la economía optimista hasta una situación donde surgen shocks externos que alteran el crecimiento de la economía, pasando por un escenario de crecimiento intermedio, pero sin sobresaltos.

Cabe destacar que este artículo constituye un análisis financiero del agente económico Estado Nacional, que excluye a los gobiernos provinciales y que no contempla las restricciones generadas por la brecha del sector externo.

En el apartado 2 se describen en forma completa las características principales que posee el modelo de simulación desarrollado, destacando sus supuestos y las relaciones que operan entre las variables que lo conforman.

Posteriormente, en la sección 3 se presentan los tres escenarios (escenario base, pesimista y optimista) para analizar la evolución de la deuda durante los años considerados, en los que se establecen, para cada uno de ellos, un determinado sendero de crecimiento real del Producto Bruto Interno (PBI), de la inflación, de la variación del tipo de cambio nominal, de la tasa de interés internacional y del resultado primario del Sector Público Nacional. Luego se presentan y analizan los principales resultados que establece el modelo de simulación para cada escenario estudiado.

En la sección 4, se analiza la sensibilidad que presenta la evolución de la relación Deuda / PBI ante variaciones en las principales variables explicativas del modelo, tomadas individualmente. Es decir, se analiza cómo cambia el sendero intertemporal de la deuda en términos del PBI ante modificaciones en una variable explicativa por vez, dejando a las demás variables con los valores correspondientes al escenario base. De esta manera, el cálculo de la sensibilidad se realiza a partir de las variaciones en la tasa de crecimiento del PBI, en la tasa

de variación del tipo de cambio nominal, en la tasa de inflación al consumidor, en la tasa de interés internacional y en el nivel de superávit primario.

Por último, en la sección 5 se exponen las principales conclusiones que se derivan de los ejercicios realizados.

## **2. CARACTERÍSTICAS DEL MODELO DE SIMULACIÓN**

Dado el alto grado de complejidad de los instrumentos que componen la deuda pública argentina, se desarrolló un modelo de simulación, organizado a partir de la estructura actual de la deuda del Sector Público Nacional, que permite proyectar su evolución para el período 2006 – 2015. Este ejercicio replica las principales interrelaciones que vinculan las variables macroeconómicas con los distintos componentes de la deuda pública y sus efectos recursivos de segundo orden, permitiendo estimar el comportamiento dinámico de la deuda y proyectar el estado de situación de la misma para cada año del período analizado. Sin embargo, no determina el momento en el cual la tasa de interés se espiraliza y se cierran los mercados financieros, desencadenándose una crisis de deuda. Esto responde a la imposibilidad fáctica de predecir el punto de inflexión exacto en el que se genera el estallido de una crisis, ya que en ella convergen un sinnúmero de causas de diversas índoles, que van desde cuestiones eminentemente económicas a otras de carácter político.

Para la construcción del modelo se tomó el stock de la deuda a diciembre de 2005 y se reprodujeron todas las características relevantes (niveles, composición por moneda, tasas de interés, perfil de vencimientos, y otras condiciones financieras significativas). De este modo, el mismo representa la situación de la deuda del Sector Público Nacional, y los principales componentes que interactúan en su dinámica. Sin embargo, éste es una versión simplificada de estas relaciones, y su arquitectura contempla los siguientes supuestos:

- a) Las siguientes magnitudes macroeconómicas y relaciones económicas constituyen las variables explicativas del modelo:
- La variación porcentual del PBI real;
  - La variación del tipo de cambio nominal (\$ / u\$s);
  - La variación del índice de precios al consumidor (IPC);
  - La tasa interbancaria de Londres (LIBOR);
  - El resultado primario del Sector Público Nacional;
  - La relación entre el Índice Riesgo País y el nivel de endeudamiento, medido como porcentaje del PBI; y
  - El límite anual de colocación de deuda en moneda local como porcentaje del PBI.

Si bien la determinación del escenario macroeconómico surge como consecuencia de los niveles de las variables exógenas, por lo que se establecen de manera

discrecional, los valores a incorporar deben tener coherencia interna<sup>1</sup> de manera de representar senderos macroeconómicos consistentes. Por otra parte, el Resultado Primario que opera en el modelo tampoco surge de un análisis de consistencia macroeconómica ni de un estudio del comportamiento futuro de las variables fiscales (gastos e ingresos). No obstante, si bien hay cierta correlación entre desempeño macroeconómico y los resultados primario y financiero, en este trabajo se sostiene que no existe un único nivel posible de resultado primario o financiero para cada valor de crecimiento real del PBI. En un análisis de largo plazo, como es éste, cuestiones tales como la tipología del gasto público, el grado de eficiencia del mismo, o la estructura tributaria (regresiva o progresiva, distorsiva o no distorsiva, etc.), pueden tener efectos incluso más potentes sobre el desempeño de la economía en su conjunto, que los que pueden generar el nivel del resultado, ya sea primario o financiero. En este sentido, resulta inapropiado considerar al agente económico 'Estado Nacional' como una caja negra, cuyo único efecto sobre el desempeño de la economía se mide a través de la magnitud de su ahorro.

Por otra parte, para determinar la capacidad de pago del Estado Nacional, al resultado primario se le detrae una porción que no puede ser utilizada para el pago de la deuda (denominada Resultado Primario no apropiable), debido a: i) la existencia de operaciones financieras de distinta naturaleza con las Provincias u otros agentes económicos, que constituyen las denominadas aplicaciones financieras, y ii) a que los ahorros de los otros entes del Sector Público Nacional, tales como ANSeS, PAMI y Fondos Fiduciarios, no pueden ser utilizados por el Tesoro.

- b) La variación del PBI nominal se calcula como la combinación de la variación real del PBI y la inflación al consumidor. Por lo tanto, se supone que la variación del Índice de Precios Implícitos del Producto (IPIM) es igual a la del Índice de Precios al Consumidor (IPC).
- c) La brecha de financiamiento<sup>2</sup> de cada año se cubre con colocaciones que tienen las siguientes características:
  - Se refinancian con títulos en pesos, actualizables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), todos los vencimientos de capital de títulos emitidos en pesos hasta el 1% del PBI<sup>3</sup>. Si la brecha de financiamiento supera ese nivel, se emiten títulos en dólares por la diferencia.
  - Los títulos colocados, tanto en pesos como en dólares, amortizan en un plazo de 10 años, en 10 cuotas iguales y anuales, a partir del año siguiente al de la colocación.

---

<sup>1</sup> A los fines del presente trabajo se modificarán únicamente la tasa de crecimiento real del PBI, la variación del tipo de cambio nominal, la variación del índice de precios al consumidor, la LIBOR y el resultado primario.

<sup>2</sup> Por brecha de financiamiento se entiende a todos los recursos, adicionales al Superávit Primario Apropiable, que se necesitan para hacer frente a todas las obligaciones. De este modo, su monto se calcula sustrayéndole el Superávit Primario Apropiable al total de pagos en concepto de Intereses, pagos de la unidad atada al PBI, Amortizaciones y Recompras.

<sup>3</sup> Dado que el mercado financiero local es limitado, se asume la existencia de un nivel máximo.

- d) La tasa de interés de estos títulos se determina de la siguiente manera:
- Títulos en dólares: La tasa es variable, y se compone por la tasa Libor de cada año más una sobretasa igual al índice de riesgo país del año de emisión del título. El riesgo país, a su vez, se determina endógenamente de acuerdo a la ratio Deuda Pública / PBI.
  - Títulos en pesos: Toman la tasa de los títulos en dólares, más un término que contempla el diferencial entre la inflación y la variación del tipo de cambio \$/u\$s del año de emisión del título<sup>4</sup>.
- e) Se supone la reapertura del canje de deuda en el año 2007<sup>5</sup>, destinado a quienes no ingresaron al que se realizó a principios de 2005. Esta nueva operación arroja los mismos resultados que la anterior en cuanto a quitas, tasas de interés y composición de los títulos.
- f) Se asume la normalización a partir de 2007, de la deuda aún en cesación de pagos con el Club de París y del resto de la deuda bilateral. La tasa de interés aplicada es la LIBOR y la amortización se realiza en ocho cuotas anuales e iguales, liquidándose íntegramente en el año 2015.
- g) Durante todo el período se realiza el pago de la unidad atada al PBI y, hasta 2012, existen recompras por sobre crecimiento; ambas operaciones de acuerdo a las condiciones originales, y por montos acordes con los niveles de crecimiento de cada escenario. En cuanto a la recompra de deuda por capacidad de pago excedente<sup>6</sup>, dado que en 2007 se supone el ingreso al canje de los que no participaron inicialmente, a partir de ese año ya no hay más recompras por este concepto<sup>7</sup>.
- h) Se asume un stock constante de Adelantos Transitorios del Banco Central de la República Argentina, es decir que éstos se refinancian íntegramente cada año.
- i) El modelo incluye en sus estimaciones reconocimientos anuales de deuda por parte del Sector Público Nacional. Este concepto es el que suele cubrirse con la emisión de títulos BOCON proveedores y previsional. Se asume un nivel

---

<sup>4</sup> Dicho término evidencia el hecho de que a tasas de inflación superiores (inferiores) a las tasas de aumento del tipo de cambio nominal, los títulos en pesos tienden a ser más (menos) atractivos con relación a los emitidos en dólares ya que se actualizan por el CER, lo cual genera que la tasa exigida en el mercado por los primeros sea menor (mayor) que la de los títulos en dólares.

<sup>5</sup> Este supuesto es simplemente una hipótesis de trabajo, que se estableció discrecionalmente en 2007 con el fin de evitar 'saltos' en el sendero de la deuda. En consecuencia, en el stock de deuda proyectado a fines de 2006, se incluye la deuda reestructura bajo esas condiciones, aunque comienza a pagar y capitalizar intereses en 2007.

<sup>6</sup> La recompra por este concepto se realiza por un monto equivalente al pago de intereses ahorrado por la no-aceptación del canje de, aproximadamente, el 24% de la deuda elegible para el canje.

<sup>7</sup> En consecuencia, estas recompras sólo se llevan a cabo en el año 2006.

inicial del mismo del 0,50% del PBI, descendiendo en el largo plazo hasta alcanzar valores del orden del 0,35% del PBI.

- j) Una de las cualidades que le otorgan mayor utilidad y riqueza a este modelo, consiste en que su construcción contempla efectos dinámicos de segundo orden. Una vez establecidos los valores de las variables exógenas, endógenamente se determina el nivel de la sobretasa que deberá afrontar el Estado (llamada riesgo país) al momento de colocar nueva deuda, la cual será mayor cuanto más alta sea la ratio Deuda/PBI. Dicha relación directa se estableció de una forma escalonada, vinculando al riesgo país con determinadas bandas de niveles de la relación Deuda / PBI. De esta manera, cuando la deuda pasa de una banda superior a una inferior el riesgo país desciende, y sucede lo inverso cuando la deuda sube de banda.
- k) Otro punto a señalar es que el modelo calcula a los denominados Efectos Stock – Flujo, los cuales representan a las variaciones en el stock de deuda como consecuencia de las características propias de la estructura de la deuda argentina, tales como la actualización por CER de la deuda emitida en pesos, la capitalización de intereses y los aumentos del tipo de cambio nominal. Por otra parte, este concepto incluye a los reconocimientos anuales de deuda del Sector Público.

Con la arquitectura descripta, el modelo arroja como principal resultado la evolución del stock de deuda del Sector Público Nacional en porcentaje del PBI, el endeudamiento bruto anual (o salida al mercado financiero), la tasa de interés promedio, y otras características para cada uno de los años del período 2006-2015.

En la siguiente sección se realizan diversas simulaciones en donde se asignan diferentes valores a algunas de las variables descriptas en el punto a), obteniéndose de este modo potenciales escenarios futuros para la deuda pública de nuestro país.

### **3. LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EN TRES ESCENARIOS**

Como se comentó anteriormente, con el fin de estimar el comportamiento futuro de la deuda, se llevaron a cabo simulaciones bajo tres diferentes escenarios macroeconómicos: i) un escenario base en el que se colocan los valores tendenciales de las variables explicativas; ii) un escenario optimista, en donde se mejora sensiblemente, con relación al ejercicio anterior, el contexto internacional y la evolución macro de nuestro país; y iii) uno pesimista, que representa al escenario base bajo sucesivos shocks externos negativos para la economía argentina.

### 3.1. Escenario Base

En este escenario, las variables se presentan bajo un comportamiento tendencial marcado por una evolución intertemporal suave de las mismas, sin oscilaciones muy importantes de un año a otro, aunque con un crecimiento constante de la economía. Esta evolución parecería contradecir la historia económica de nuestro país de los últimos 30 años, marcada por importantes movimientos espasmódicos y cíclicos, y sin una clara convergencia de las variables a determinados niveles de largo plazo. Sin embargo, debido al carácter imprevisible de los shocks que desvía a la economía de un sendero estable de crecimiento, en el presente escenario éstos no serán considerados.

En esta línea, para los años 2006 y 2007 se tomaron los valores del crecimiento real, la inflación y la variación del tipo de cambio nominal correspondientes al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central de la República Argentina. Para el resto del período (2008-2015), las cifras del crecimiento real fueron establecidas en valores cercanos a los del modelo de sustentabilidad presentado por el gobierno argentino en oportunidad de la realización del canje de deuda a principios del año 2005.

Como se muestra en el cuadro a continuación, se asume un superávit primario del 3,5% para 2006 y de 3,0% del PBI para el resto del período, previendo una disminución del resultado no apropiable para el pago de deuda, hasta alcanzar un nivel del orden del 0,5% del Producto.

A su vez, se supone una convergencia a tasas de crecimiento real del PBI del 3,5%, una reducción gradual de las tasas de inflación hasta un nivel del 7,0%, un aumento del tipo de cambio nominal, pero a tasas menores a las tasas de inflación proyectadas, y un ascenso suave de la tasa LIBOR, retornando a niveles más acordes a sus valores históricos.

**Cuadro N° 1: Supuestos del Escenario Base**

VARIABLES	2006	2007	2008	2009	2010 - 2015
Resultado Primario (% del PBI)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
<i>No apropiable</i>	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
<i>Apropiable</i>	2,5	2,2	2,3	2,4	2,5
Variación del PBI a p. constantes (%)	7,9	6,4	3,5	3,5	3,5
Inflación (%)	9,9	10,5	7,0	7,0	7,0
Variación tipo de cambio (%)	4,0	2,7	3,5	3,5	3,5
Tasa LIBOR (%)	5,4	5,5	6,0	6,5	7,0

#### *Resultados*

Bajo el escenario descrito, el modelo arroja como resultado una marcada caída en la relación Deuda / PBI, pasando de valores de 63,5% a fines de 2006 a niveles de 42,8% en el año 2015. Sin embargo, el stock en términos nominales no deja de crecer durante todo el período, lo que pone en evidencia que en ningún año los superávits primarios apropiables alcanzan para cubrir la suma de: i) los intereses,

ii) el pago al Cupón PBI, y iii) el incremento del stock debido a los denominados “efectos stock – flujo”.

**Cuadro N° 2: Resultados del Escenario Base**

RESULTADOS	2006(*)	2007	2008	2009	2010	2015
<b>I. Deuda/PBI (%)</b>	<b>63,5</b>	<b>57,6</b>	<b>55,1</b>	<b>52,8</b>	<b>50,7</b>	<b>42,8</b>
II. Deuda en u\$s	128.399	133.361	136.538	140.052	143.770	170.276
% en \$	42,5	43,4	43,0	39,9	38,1	36,1
% en u\$s	57,5	56,6	57,0	60,1	61,9	63,9
III. Intereses (% PBI)	1,7	1,9	2,0	2,4	2,6	2,8
<i>Tasa Promedio</i>	2,7	3,3	3,8	4,6	5,3	6,8
IV. Pago Cupón PBI (% PBI)	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
V. Amortizaciones + Recompras (% PBI) (**)	4,1	4,2	4,2	5,4	4,8	3,8
VI. Necesidades de Fin. (III + IV + V)	6,0	6,4	6,6	8,2	7,8	7,1
<b>VII. Endeudamiento Bruto (VI - Sup Ap)</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>4,6</b>
VIII. Efectos Stock Flujo (% PBI)	3,9	3,8	3,3	3,2	2,9	2,2

(\*) Incluye a la deuda en default.

(\*\*) Estas Recompras implican reducciones mayores en el stock de deuda, ya que cancelan títulos que cotizan bajo la par.

Uno de los resultados más llamativos que arroja este ejercicio consiste en que **si bien la deuda en términos del PBI experimenta un marcado y sostenido descenso durante el período, la carga financiera de la deuda (los intereses) no deja de crecer**, hasta alcanzar un nivel del 2,8% del PBI.

Este comportamiento dual, contradictorio a primera vista, es consecuencia tanto del aumento de la tasa LIBOR que se incluyó en el sendero macroeconómico como de la configuración actual de la deuda pública argentina, en la que tienen un peso muy relevante instrumentos que, por las condiciones en que fueron emitidos<sup>8</sup>, no pagan una tasa de interés acorde con la de mercado<sup>9</sup>. Por lo tanto, a medida que los instrumentos van venciendo y se va emitiendo nueva deuda, su participación en el total se va reduciendo, y la ponderación de sus bajas tasas pasa a ser menos significativa, haciendo que la tasa promedio pagada se aproxime a la de mercado. Tan significativo es este pasaje de deuda de baja tasa a una de tasa de mercado que, por ejemplo, asumiendo que la LIBOR se mantiene constante en el nivel de 2006, la deuda en ese año, con un nivel que representa el 63,5% del PBI, paga un 1,7% del Producto en concepto de intereses, mientras que en 2015, con una stock del orden del 40,0%<sup>10</sup> del PBI, pagaría medio punto porcentual más, alcanzando 2,2% del PBI.

Otro indicador de suma relevancia para evaluar la sustentabilidad del escenario base es el endeudamiento bruto, definido como la diferencia entre las necesidades de financiamiento y el superávit primario apropiable. De esta manera, este

<sup>8</sup> En particular, la deuda entregada para el reordenamiento y saneamiento del sistema bancario local, los títulos emitidos a principios de 2005 que se canjearon por la deuda en default, y los del canje realizado en noviembre de 2001.

<sup>9</sup> Un tercer factor, aunque de importancia mucho más limitada, es el escalonamiento ascendente de las tasas de interés de los bonos entregados en el canje de 2005.

<sup>10</sup> Si bien el ejercicio con el escenario base arroja un endeudamiento para 2015 de 42,8% del PBI, al considerar constante a la tasa LIBOR en 5,4% anual, el endeudamiento final sería tres puntos menor.

concepto representa la cantidad de fuentes que el Estado tiene que conseguir o, dicho de otra forma, la magnitud de la salida al mercado que tiene que realizar. Si bien un alto endeudamiento bruto no necesariamente implica un crecimiento de la deuda neta, aun en ese caso puede resultar difícil para un gobierno acceder a la totalidad de los recursos. En síntesis, la existencia de altos niveles de endeudamiento bruto en determinados años, implica que el Estado tendrá una mayor dependencia de las condiciones del mercado, haciendo más vulnerable su posición financiera.

Analizado en esos términos, este escenario muestra que las necesidades de financiamiento son constantemente superiores a los superávits primarios apropiables proyectados, lo cual implica que el sector público permanentemente requiere financiamiento del mercado en el período bajo análisis. No obstante, estas nuevas emisiones de deuda no son sumamente elevadas, y en las condiciones descritas en este escenario, no deberían representar cuellos de botella para la situación financiera del Sector Público. En particular, los años con mayores niveles de endeudamiento bruto y, por ende, en donde se presentan más vulnerabilidades, son 2009 y 2010, con colocaciones de 5,8 y 5,3% del PBI, respectivamente<sup>11</sup>.

En lo que se refiere a los “efectos stock - flujo”, de este escenario se desprende que habría una caída constante de su importancia en términos del PBI, producto de la variación en la composición de la deuda, tal como se muestra en el cuadro<sup>12</sup>. En este sentido, al caer la participación de la deuda en pesos atada al CER y aumentar la denominada en dólares, el efecto de la inflación pierde relevancia con relación al efecto del incremento del tipo de cambio, y dado que la tasa de inflación es mayor a la variación del tipo de cambio nominal, este cambio de composición redundaría en una disminución del efecto stock - flujo.

En conclusión, este escenario demuestra que, **de mantenerse una situación macro relativamente favorable y altos niveles de ahorro fiscal, se proyecta un sendero de evolución de la deuda en términos del PBI descendente y sin situaciones de vulnerabilidad** en lo referente a las necesidades anuales de financiamiento y al endeudamiento bruto requerido por el gobierno.

Sin embargo, es ilustrativo recordar que, **aun en un escenario de casi diez años de crecimiento constante y de significativa disciplina fiscal, el nivel de la deuda representaría un 42,8% del Producto, y una carga financiera de 2,8%, niveles que son similares a los que mostraba la deuda pública en el año 1999**, previo al colapso de la convertibilidad. Adicionalmente, las necesidades de financiamiento también son similares, ya que en 1999 alcanzaron el 8,0% del PBI, mientras que en 2015 llegan al 7,1% del mismo. La gran diferencia entre ambas situaciones radica en el superávit primario apropiable, ya que en 1999 era de -0,2% del PBI, llevando el endeudamiento bruto (o salida al mercado) al 8,2%,

---

<sup>11</sup> En esos dos años se estiman mayores pagos de intereses en los bonos del canje debido al incremento pautado de sus tasas de interés y una importante cancelación de préstamos garantizados.

<sup>12</sup> Es menester aclarar que esta alteración de la participación de la deuda en pesos y en moneda extranjera es consecuencia del límite de colocación de cobertura de la brecha con títulos en pesos, que se fijó en el 1% del PBI. Si se hubiera elegido un valor mayor para este límite, la participación final de la deuda en pesos sería mayor.

mientras que en 2015 el superávit primario apropiable es del orden del 2,5% del PBI, con lo cual el endeudamiento bruto llega a un nivel más razonable, de alrededor de 4,6% del PBI.

Por último, cabe destacar que adicionalmente al alto nivel de ahorro fiscal, el desempeño favorable del producto nominal se constituye en el otro pilar que permite el sostenido descenso de la ratio deuda / PBI, al provocar un crecimiento significativo denominador de la relación. En este sentido se destaca que, por una cuestión meramente matemática, la inflación contribuye a disminuir la relación mencionada, ya que sólo un porcentaje del stock de deuda se actualiza por CER (o IPC), mientras que la totalidad del PBI nominal se ajusta ante aumentos en el índice de precios.

### 3.2. Escenario Optimista

En el presente escenario se asume una mejor evolución macro a partir de 2008, con mayor crecimiento real y menores tasas de incremento del tipo de cambio y de la inflación en el largo plazo. Por otra parte, se mantiene un desempeño fiscal similar al expuesto en el escenario base, y por el lado del contexto internacional, se considera una tasa LIBOR uniforme y en niveles más bajos que los del escenario base.

**Cuadro N° 3: Supuestos del Escenario Optimista**

VARIABLES	2006	2007	2008	2009	2010 - 2015
Resultado Primario (% del PBI)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
<i>No apropiable</i>	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
<i>Apropiable</i>	2,5	2,2	2,3	2,4	2,5
Variación del PBI a p. constantes (%)	7,9	6,4	5,5	5,0	4,5
Inflación (%)	9,9	10,5	7,0	6,0	5,0
Variación tipo de cambio (%)	4,0	2,7	3,0	2,5	2,0
Tasa LIBOR (%)	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5

### Resultados

Operando el modelo con los valores de las variables expuestas, se obtiene una evolución más favorable de la deuda con relación al escenario base. En este sentido, la deuda en términos del Producto desciende a un valor de 37,3% en el año 2015. Por otra parte, se debe notar que aun con este escenario optimista, el stock nominal de deuda crece sostenidamente aunque en una magnitud menor a la del escenario base. Nuevamente, este hecho demuestra que los superávits primarios apropiables no alcanzan para afrontar la suma de: i) los intereses, ii) el pago al Cupón PBI, y iii) los incrementos por efectos stock – flujo.

**Cuadro N° 4: Resultados del Escenario Optimista**

RESULTADOS	2006 (*)	2007	2008	2009	2010	2015
<b>I. Deuda/PBI (%)</b>	<b>63,5</b>	<b>57,6</b>	<b>53,8</b>	<b>50,6</b>	<b>47,9</b>	<b>37,3</b>
II. Deuda en u\$s	128.399	133.361	136.476	139.470	141.901	159.447
% en \$	42,5	43,4	43,3	40,5	38,7	37,2
% en u\$s	57,5	56,6	56,7	59,5	61,3	62,8
III. Intereses (% PBI)	1,7	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1
<i>Tasa Promedio</i>	2,7	3,3	3,6	4,2	4,5	5,8
IV. Pago Cupón PBI (% PBI)	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7
V. Amortizaciones + Recompras (% PBI) (**)	4,1	4,2	4,1	5,2	4,6	3,4
VI. Necesidades de Fin. (III + IV + V)	6,0	6,4	6,4	7,8	7,2	6,2
<b>VII. Endeudamiento Bruto (VI - Sup Ap)</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>
VIII. Efectos Stock Flujo (% PBI)	3,9	3,8	3,1	2,6	2,0	1,4

(\*) Incluye a la deuda en default.

(\*\*) Estas Recompras implican reducciones mayores en el stock de deuda, ya que cancelan títulos que cotizan bajo la par.

Bajo este escenario se presenta el fenómeno dual encontrado en el caso anterior, ya que la caída de la deuda en términos del PBI se ve acompañada por una carga financiera creciente. En este sentido los intereses pasan de valores del 1,7% en 2006 al 2,1% en 2015. La resultante evolución ascendente de los intereses en términos del PBI, confirma la influencia que la configuración actual de la deuda tiene sobre la evolución de la carga financiera. De esta manera, al no haber un aumento sostenido de la tasa de interés internacional en este escenario, el principal efecto que explica tal aumento en los servicios es la cancelación de deuda emitida anteriormente a tasas bajas, y la emisión de nueva deuda a tasas de mercado.

Por otra parte, el endeudamiento bruto es continuamente positivo implicando una necesidad constante del Sector Público por conseguir financiamiento del mercado. No obstante, la magnitud de este concepto no resulta muy considerable, mostrando valores inferiores a los del escenario base a partir del año 2008. Los años más exigentes en términos de colocaciones en el mercado por parte del gobierno siguen siendo 2009 y 2010, aunque con niveles menores a los del escenario base (5,4% y 4,7%, respectivamente, vs. 5,8% y 5,3% del escenario anterior).

Los efectos stock – flujo también son menores a la proyección base a partir del año 2008. Estos representan un valor del 1,1% del PBI en 2015, mientras que bajo el escenario base este valor es de 1,9%. Esta diferencia simplemente es consecuencia de la menor de la inflación e incremento en el tipo de cambio nominal proyectados en este escenario.

**Comparándolo con el caso base, el escenario optimista muestra una mejor evolución de la deuda y menores salidas al mercado por parte del Sector Público,** incluso sin evidenciar una mejoría en el desempeño fiscal. Por ende, la mejora en la posición deudora del gobierno en el largo plazo respecto del escenario anterior se debe esencialmente a las mejoras en las variables macro y en el contexto internacional. En tal sentido, el presente escenario muestra la

gran influencia que ejerce sobre la evolución de la deuda el desempeño macroeconómico y el contexto internacional.

### 3.3. Escenario Pesimista

El escenario pesimista que se ha construido representa a la situación base bajo dos shocks moderados en torno a los años 2008 y 2012. Los mismos se caracterizan por aumentos repentinos en la tasa de interés internacional (LIBOR), con repercusiones en la tasa de crecimiento real y consecuentes aumentos en el tipo de cambio nominal. Luego de cada shock, las variables macroeconómicas vuelven a converger lentamente a los valores correspondientes al escenario base. Esto se ve con claridad en los años 2010 y 2011 luego del primer shock, y a partir del año 2014 con posterioridad al segundo.

**Cuadro Nº 5: Supuestos del Escenario Pesimista**

VARIABLES	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 - 2015
Resultado Primario (% del PBI)	3,5	2,5	1,5	2,5	3,0	3,0	1,0	2,5	3,0
<i>No apropiable</i>	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<i>Apropiable</i>	2,5	1,7	0,8	1,9	2,5	2,5	0,5	2,0	2,5
Variación del PBI a p. constantes (%)	7,9	5,5	0,0	2,5	3,5	3,5	0,0	2,5	3,5
Inflación (%)	9,9	9,5	6,0	7,0	7,0	7,0	5,0	7,0	7,0
Variación tipo de cambio (%)	4,0	3,5	4,5	3,5	3,5	3,5	5,5	3,5	3,5
Tasa LIBOR (%)	5,4	7,0	8,5	6,5	7,0	7,0	9,0	7,0	7,0

#### Resultados

Con las variables definidas bajo este escenario, el modelo estima una evolución de la deuda en términos del Producto menos favorable. Sin embargo, ésta no se incrementa en el período considerado, sino que se reduce a niveles del 57,6% hacia el año 2015. Por lo tanto, si el análisis de sustentabilidad se hiciera únicamente considerando esa relación, parecería no evidenciarse un sendero insustentable. No obstante, al incrementarse constantemente la tasa de interés promedio efectiva<sup>13</sup>, **la situación de la deuda se torna altamente vulnerable ya que se presentan años con pagos de intereses extremadamente elevados y difícilmente sostenibles.** De esta forma, los intereses alcanzan valores del orden del 4% del PBI a partir de 2012.

<sup>13</sup> Esto se debe principalmente al impacto de las subas de la LIBOR y de la progresiva sustitución de deuda vieja por deuda nueva, que tiene mayores tasas de interés, y en menor medida a la suba escalonada de la tasa de los bonos emitidos en el canje de 2005.

**Cuadro N° 6: Resultados del Escenario Pesimista**

RESULTADOS	2006 (*)	2007	2008	2009	2010
<b>I. Deuda/PBI (%)</b>	<b>63,5</b>	<b>59,5</b>	<b>61,4</b>	<b>59,9</b>	<b>57,9</b>
II. Deuda en u\$s	128.399	134.328	140.643	145.351	150.326
% en \$	42,5	42,3	40,2	37,0	35,5
% en u\$s	57,5	57,7	59,8	63,0	64,5
III. Intereses (% PBI)	1,7	2,2	2,8	2,8	3,2
<i>Tasa Promedio</i>	2,7	3,9	4,8	4,9	5,7
IV. Pago Cupón PBI (% PBI)	0,2	0,3	0,0	0,0	0,3
V. Amortizaciones + Recompras (% PBI) (**)	4,1	4,3	4,6	6,0	5,2
VI. Necesidades de Fin. (III + IV + V)	6,0	6,8	7,4	8,8	8,7
<b>VII. Endeudamiento Bruto (VI - Sup Ap)</b>	<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>
VIII. Efectos Stock Flujo (% PBI)	3,9	4,0	3,7	3,5	3,2

RESULTADOS (continuación)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>I. Deuda/PBI (%)</b>	<b>56,0</b>	<b>60,1</b>	<b>59,7</b>	<b>58,7</b>	<b>57,6</b>
II. Deuda en u\$s	155.642	166.267	174.943	184.156	193.292
% en \$	33,8	30,8	30,6	30,6	30,5
% en u\$s	66,2	69,2	69,4	69,4	69,5
III. Intereses (% PBI)	3,3	4,2	3,9	4,2	4,2
<i>Tasa Promedio</i>	6,0	7,4	6,8	7,5	7,6
IV. Pago Cupón PBI (% PBI)	0,3	0,0	0,0	0,2	0,2
V. Amortizaciones + Recompras (% PBI) (**)	5,6	5,6	5,0	5,1	5,3
VI. Necesidades de Fin. (III + IV + V)	9,2	9,8	8,9	9,5	9,7
<b>VII. Endeudamiento Bruto (VI - Sup Ap)</b>	<b>6,7</b>	<b>9,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>
VIII. Efectos Stock Flujo (% PBI)	3,0	3,6	3,0	3,0	2,8

(\*) Incluye a la deuda en default.

(\*\*) Estas Recompras implican reducciones mayores en el stock de deuda, ya que cancelan títulos que cotizan bajo la par.

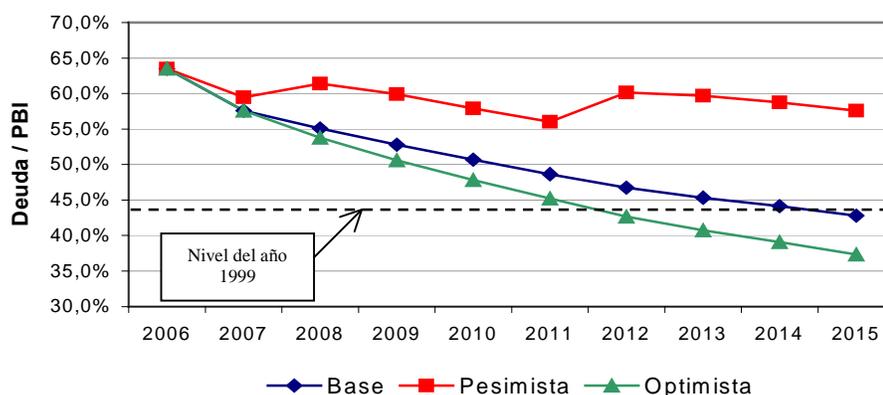
Este hecho se refleja en otro indicador relevante para analizar la sustentabilidad de la deuda: **el endeudamiento bruto. Éste supera el 6,0% del PBI desde el año del primer shock (2008) y alcanza un pico de 9,3% en el segundo (2012). Evidentemente, estos años son altamente vulnerables ya que están marcados por grandes emisiones del Sector Público, las cuales, bajo condiciones de mercado adversas, podrían resultar difíciles de alcanzar.**

De este modo, este escenario constituye una advertencia a posibles situaciones insostenibles, ocasionadas por una reducción insuficiente de la deuda en términos del PBI en el corto / mediano plazo.

### 3.4. Resumen

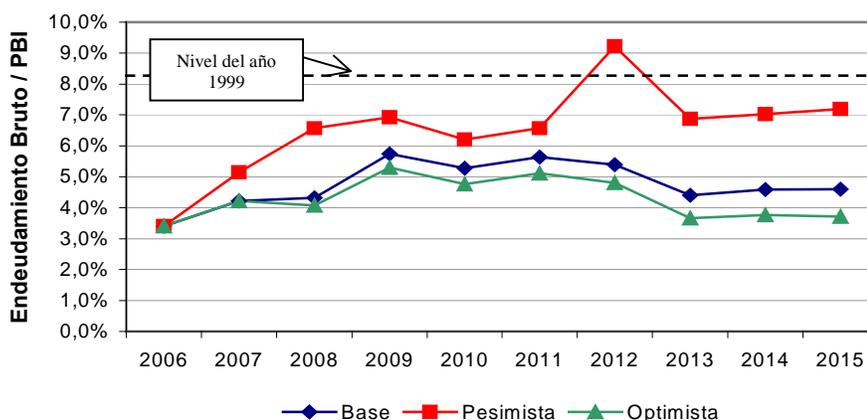
Los escenarios descriptos muestran tres diferentes evoluciones en donde la ratio Deuda / PBI se reduce en el período analizado. Como se muestra en el siguiente gráfico, en estos ejercicios los senderos siempre llegan a 2015 con niveles inferiores a los de 2006. Sin embargo, hay grandes diferencias en cuanto a la magnitud de la disminución.

**Gráfico N° 1: Evolución de la Deuda / PBI**



En el gráfico 1 se expone el hecho de que **en el escenario base, para el año 2015, se estarían alcanzando los niveles de deuda en términos del PBI de 1999, año que resultó ser altamente vulnerable**. Por otra parte, se muestra que el escenario optimista sólo se encuentra 5% por debajo de dicho valor para el mismo año. Esto parece indicar que en dichos escenarios no hay una mejora sustantiva con relación al año en el que comienza la crisis de la deuda. **Sin embargo**, como puede apreciarse claramente en el gráfico que sigue, **hay una importante diferencia en cuanto a los niveles de endeudamiento bruto requeridos**.

**Gráfico N° 2: Evolución del Endeudamiento Bruto / PBI**



En el año 1999 el endeudamiento bruto era muy elevado y alcanzaba el 8,1% del PBI, mientras que para los escenarios base y optimista, éste no supera el 6% del PBI en ningún año. Por lo tanto, considerando este indicador, los escenarios base y optimista no presentarían vulnerabilidades.

Por otra parte, el escenario pesimista muestra una situación incluso peor a la del año 1999, exhibiendo en 2012 mayores niveles de endeudamiento bruto y una deuda en términos del Producto más elevada. Esto demuestra una vez más la alta vulnerabilidad de dicho escenario.

## 4. SENSIBILIDADES DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA

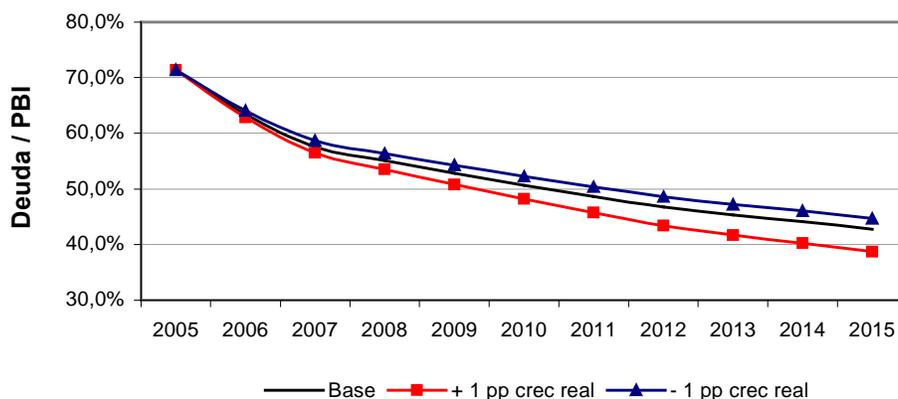
A fin de dimensionar la importancia de cada factor determinante de la evolución de la deuda, en el presente apartado se analiza cómo varía la relación Deuda / PBI ante cambios en las variables exógenas del modelo. De este modo, se estudian las sensibilidades ante variaciones aisladas del crecimiento real del PBI, la tasa de inflación, la tasa de variación del tipo de cambio nominal, la tasa de interés internacional (LIBOR) y el resultado primario del Sector Público Nacional.

Resulta importante destacar que los resultados de los distintos ejercicios de sensibilidad no son comparables, ya que, por ejemplo, un aumento de 1 pp. del superávit primario no es equiparable a un aumento de 1 pp. en la inflación o en la tasa de incremento en el tipo de cambio nominal. En consecuencia, cada ejercicio debe considerarse individualmente, por lo que no es correcto realizar comparaciones lineales de sus resultados.

### 4.1. El crecimiento real del PBI

Con el fin de establecer la sensibilidad de la relación Deuda / PBI con respecto al desempeño de la economía, se incrementaron y disminuyeron en 1 punto porcentual (pp.) las tasas de crecimiento correspondientes a todos los años del escenario base para ver el valor que alcanza al final del período estudiado.

Gráfico N° 3: Sensibilidad por cambios en tasa de crecimiento del PBI real



El gráfico 3 muestra una sensibilidad asimétrica ante variaciones positivas y negativas en la tasa de crecimiento del PBI en términos reales, la cual se manifiesta con más claridad en el largo plazo. El escenario 'base + 1 pp.' culmina en 2015 con una ratio deuda / PBI de 38,9%, mientras que el que presenta 1 pp. menos muestra ese año una relación de 44,9%, levemente superior al 42,8% correspondiente al escenario base original.

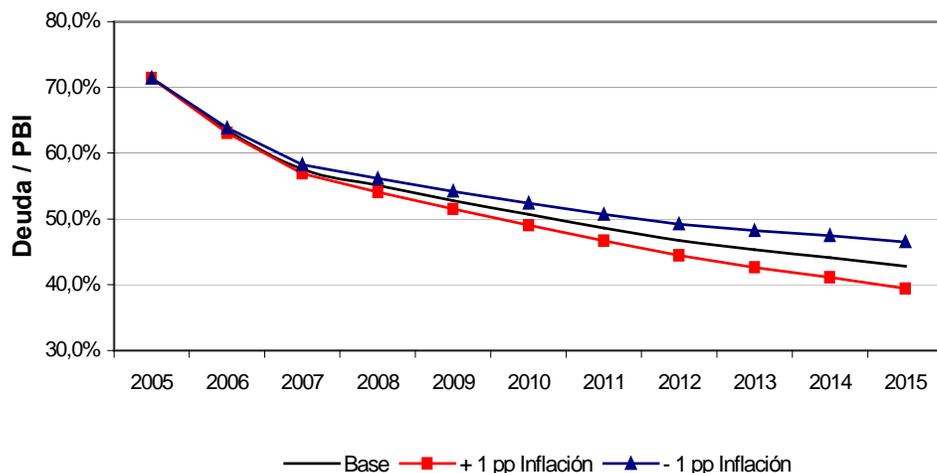
Un aspecto que se visualiza con claridad es que **no hay simetría en los efectos de un mayor o menor crecimiento**. Es decir que el impacto positivo en la

evolución de la ratio deuda / PBI de 1 pp. más de crecimiento real es superior al impacto negativo de 1 pp. menos. **Este hecho tiene especial relación con la existencia de unidades atadas al PBI** en el stock de deuda, las cuales deben realizar pagos si se cumplen determinadas condiciones de crecimiento del PBI real. De este modo, cuando se verifican crecimientos relativamente modestos (como es el caso del escenario 'base - 1 pp.') la unidad atada al PBI deja de gatillar pagos, amortiguando el efecto negativo del peor desempeño macro.

#### 4.2. La tasa de inflación

Como se ve en el gráfico 4, el incremento en la tasa de inflación tiene efectos positivos en la evolución de la relación deuda / PBI. Esto se debe a las diferencias en la magnitud del impacto del aumento en la tasa de inflación en el numerador y en el denominador de tal cociente. Un aumento en la tasa de inflación, manteniendo constante las demás variables, genera un aumento en el stock de deuda sólo por la parte que se encuentra atada al CER. Por otro lado, el PBI nominal se ve afectado en su totalidad por el aumento de la escalada general de precios. Por lo tanto, matemáticamente, **un aumento en la inflación redonda en una disminución en el cociente entre la deuda y el PBI nominal proyectado**, debido al mayor crecimiento del denominador por sobre el numerador.

**Gráfico N° 4: Sensibilidad ante variación de tasas de inflación**



Estos efectos son de cierta relevancia en el largo plazo ya que desplazan un par de puntos la curva que describe la evolución de la deuda en términos del Producto. Para 2015 el escenario base con tasas de inflación superiores en 1 pp muestra una ratio deuda / PBI de 39,4%, mientras que el que supone una inflación anual 1 pp menor denota una relación de 46,5% el mismo año.

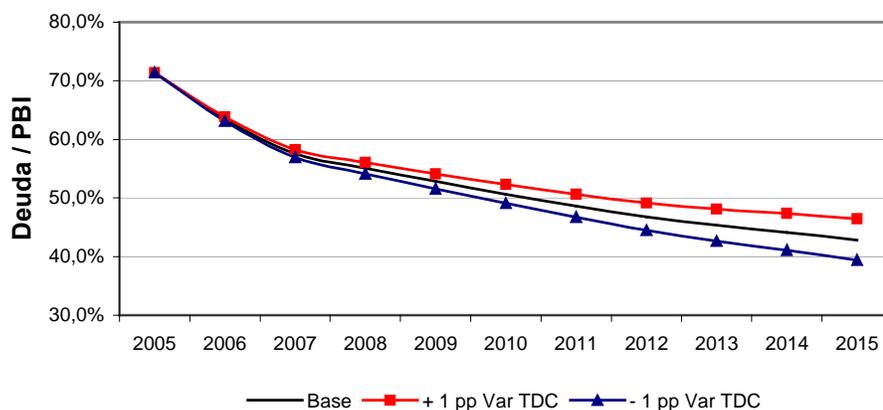
Cabe destacar que, si el aumento de la inflación se combina con un incremento en el crecimiento del PBI real, el efecto sobre la relación Deuda / Producto cobra una dimensión mucho más significativa. En términos aproximados, puede decirse que ante un incremento de 1 pp. tanto de la tasa de variación del PBI real como de la inflación, el impacto final implicaría una deuda del 35,6% en 2015.

No obstante, no se debe concluir de este ejercicio que una política efectiva de reducción de deuda es incrementar la inflación. Evidentemente, un aumento significativo en la inflación tendrá repercusiones negativas en el crecimiento económico, y en el desempeño fiscal, entre otras consecuencias. Por lo tanto, debe tenerse en consideración que sólo ante cambios marginales en la tasa de inflación pueden omitirse, hasta cierto punto, las interacciones de la misma con otras variables macro.

### 4.3. La variación del tipo de cambio nominal

Tal como establece la intuición, un aumento en la variación del tipo de cambio nominal incrementa el valor en pesos del stock de deuda, haciendo crecer la relación Deuda / PBI. Esto se muestra en el gráfico 5, en donde la curva del escenario 'base + 1 pp.' se encuentra por encima de la correspondiente al escenario inicial mientras que la de menor incremento, está por debajo, de manera prácticamente simétrica.

**Gráfico N° 5: Sensibilidad ante variaciones en la tasa de incremento del tipo de cambio nominal**

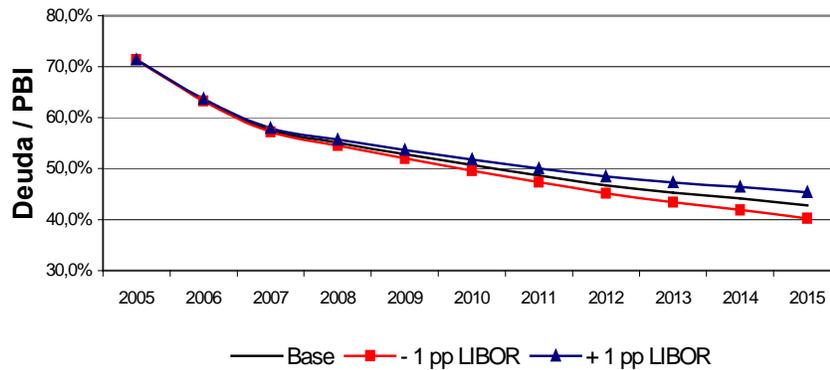


Al igual que en los anteriores casos, **la influencia de esta variable es considerable ya que pequeñas variaciones tienen un impacto relevante** sobre la evolución proyectada en el escenario base. De esta forma, la proyección con una tasa de variación 1 pp. menor, alcanza en 2015 una relación Deuda / Producto de 39,4%, en tanto que la que supone un aumento anual 1 pp. mayor, presenta ese año una ratio de 46,5%.

### 4.4. La Tasa de Interés Internacional (LIBOR)

El contexto internacional es otro de los factores que influye en la evolución de la deuda en términos del Producto. Como muestra el gráfico 6, el escenario 'base + 1 pp de tasa LIBOR', presenta en el año 2015 un nivel de deuda del 45,4% del Producto; mientras que el 'base - 1 pp' alcanza ese año niveles del 40,2%.

**Gráfico N°6: Sensibilidad ante variación de tasa de interés internacional**

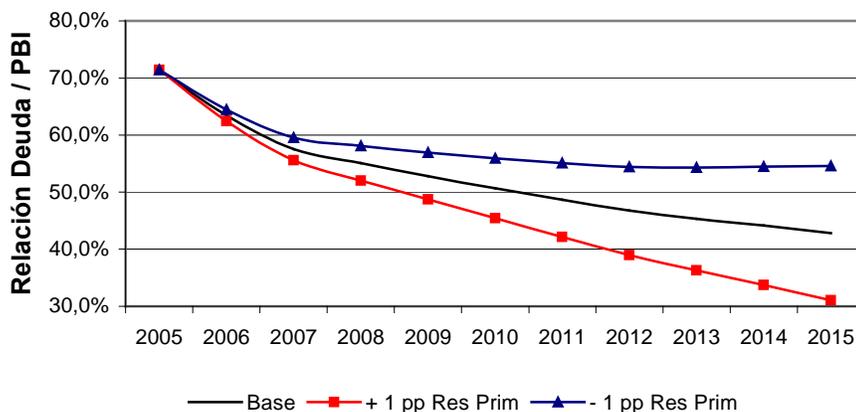


A primera vista, la influencia de un punto porcentual adicional en los niveles de tasa de interés internacional no parece tener una relevancia determinante. No obstante ello, los cambios en la tasa de interés internacional sí tienen una influencia considerable cuando son repentinos y de mayor magnitud, tales como los que generalmente se verifican en contextos de crisis financieras internacionales marcadas por shocks, donde se pueden presentar incrementos de hasta varios puntos porcentuales.

#### 4.5. El Resultado Primario

Como último ejercicio se analiza la influencia que ejerce un aumento o una disminución de 1 pp. en los valores del superávit primario correspondientes al escenario base. El resultado de dicho ejercicio se expone en el gráfico que sigue<sup>14</sup>.

**Gráfico N° 7: Sensibilidad ante variaciones en el Resultado Primario**



<sup>14</sup> La asunción de superávits primarios 1 pp. superiores al del escenario base resulta hasta cierto punto irreal y poco probable, teniendo en cuenta el desempeño fiscal histórico del Sector Público Nacional. No obstante ello, se realiza este ejercicio para analizar las sensibilidades en la misma forma que en los casos anteriores.

Gráficamente, se ve que las curvas se apartan significativamente de la evolución del escenario original. De esta forma, el escenario con superávits 1pp. superiores culmina en 2015 con una relación Deuda / PBI del 31,3%, mientras que el construido con ahorros menores arroja una relación del 54,8% para el final del ejercicio. Por otro lado, **en el escenario con menor resultado primario el modelo proyecta un cambio de la tendencia de reducción para el año 2010, a partir del cual la deuda en términos del PBI se mantiene relativamente constante, mostrando una situación de importante vulnerabilidad.**

En consecuencia, **como corolario de los ejercicios de sensibilidad realizados se pueden establecer dos grandes determinantes de la evolución de la ratio Deuda / PBI: el contexto macro (donde cobra relevancia no sólo el PBI real, sino también el PBI nominal) y el desempeño fiscal. Sin embargo, contextos internacionales significativamente desfavorables y prolongados, también pueden constituirse como determinantes del comportamiento de la deuda.**

Esta conclusión en cierta forma se diferencia de las concepciones netamente “fiscalistas”, en donde se coloca sólo al superávit fiscal como determinante de la evolución del stock de deuda en términos del PBI.

## **5. CONCLUSIONES**

Luego de los ejercicios realizados se pueden extraer algunas conclusiones importantes en relación con la sustentabilidad de la evolución futura de la deuda del Sector Público Nacional, utilizando como basamento los resultados obtenidos por el modelo.

Resulta relevante aclarar nuevamente que en este artículo no se ha incluido un análisis de la restricción externa ni de la solvencia fiscal del sector público provincial. Por lo tanto, las siguientes conclusiones corresponden a un análisis estrictamente financiero del Sector Público Nacional:

- **Para los próximos diez años, se proyecta una evolución favorable de la deuda en términos del PBI, sujeta a una buena performance en materia fiscal y macroeconómica. Sin embargo, esto no es una garantía de sustentabilidad.**
- **Un buen desempeño macro, acompañado de un razonable contexto financiero internacional, constituye una condición necesaria, aunque no suficiente, para una evolución sostenible de la deuda en términos del producto. Las variables macroeconómicas con influencia sustancialmente positiva son el crecimiento real junto con tasas de inflación en concordancia con dicho incremento de largo plazo.**
- **Los intereses pagados actualmente son muy bajos y no se condicen con el nivel de endeudamiento que presenta el Sector Público. En este sentido, al inicio de 2006 nuestro país se encuentra con una deuda del 72%**

del PBI, y estaría pagando ese año intereses por 1,8% del PBI. La principal razón de este fenómeno, además del buen contexto financiero internacional, radica en que la estructura actual de la deuda se conforma en gran parte por bonos emitidos bajo condiciones poco usuales, a tasas muy inferiores a las del mercado. **Esta característica positiva de la deuda del Sector Público Nacional tenderá a diluirse en el tiempo a medida que se cancelen las obligaciones emitidas con anterioridad y se renueve el stock con deuda a una tasa de mercado.** Para ilustrar esta situación basta con mencionar que, **si el stock total de deuda actual pagara la tasa de interés a la cual el Estado Nacional se está endeudando actualmente, los intereses en términos del producto alcanzarían el 6%, un nivel con características explosivas si se lo mantiene en el mediano plazo.**

- Como corolario del punto anterior, se destaca que **resulta de fundamental importancia lograr una reducción significativa de la relación Deuda / PBI en los próximos 4 - 5 años**, de manera que los intereses no se vuelvan insostenibles en el mediano / largo plazo. Esta reducción, que debería ser alcanzada velozmente, implica un gran esfuerzo y disciplina fiscal. En consecuencia, **una reducción moderada de la deuda en términos del Producto no resulta suficiente para alcanzar situaciones futuras sostenibles.**
- Para lograr una caída de la deuda en términos del PBI y así evitar posibles situaciones de stress financiero, **además de un buen desempeño macroeconómico, es indispensable lograr superávits primarios considerables. De otra forma, no se obtendrá una caída sustancial de la deuda en términos del producto**, por más que la evolución macro sea tan positiva como la del escenario base.
- **Tomando como un escenario factible al base, la deuda del Sector Público en términos del PBI en 2015 tendría un nivel similar al del año 1999**, año en donde se presentaba una situación vulnerable:

CONCEPTO	1998	1999	2000	2001	2015(*)
I. Amortizaciones (% PBI)	4,3	5,2	5,8	7,3	3,8
II. Intereses (% PBI)	2,2	2,8	3,4	3,8	2,8
III. Pago Bono PBI (% PBI)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
IV. Necesidades de financiamiento (I + II + III)	6,5	8,0	9,2	11,1	7,1
V. Rdo. Prim. Apropiable (% PBI)	0,3	-0,2	0,5	0,0	2,5
VI. Endeudamiento Bruto (IV - V)	6,2	8,2	8,7	11,1	4,6
VII. Deuda / PBI (%)	37,6	43,0	45,0	53,8	42,8

(\*) Resultados del escenario base.

Sin embargo, que la proyección muestre un nivel de deuda similar a la del año 1999, no significa que se estiman las mismas vulnerabilidades. De hecho, en aquel año convergieron varias situaciones adversas que influyeron en la gestación de la crisis: i) devaluación del real brasileño; ii) crisis asiáticas en los dos años anteriores; iii) caídas de los términos de intercambio; y iv) bajos niveles de recaudación tributaria. **Si bien las condiciones adversas del contexto internacional también podrían presentarse en 2015 (o en cualquier año anterior), una clara evidencia de este trabajo consiste en**

la crucial importancia que adquiere, especialmente en estas situaciones, el ahorro fiscal. En este sentido, la diferencia con 1999 radica principalmente en el nivel del endeudamiento bruto que necesita el Sector Público para cubrir sus necesidades de financiamiento, ya que de representar 8,2% del PBI en 1999 pasaría, bajo el contexto del escenario base, a un 4,6% en 2015. Esto es consecuencia de la presencia de superávits primarios apropiables considerables, que se destinan a afrontar las necesidades de financiamiento del gobierno. Por lo tanto, no sólo **es importante mantener el superávit fiscal** para reducir la deuda en términos del producto, sino que también lo es **para garantizar niveles sostenibles de endeudamiento anual del sector público, especialmente si está acompañado de un desempeño favorable de las variables macroeconómicas.**

Noviembre de 2006