

OVERVIEW

Edición N° 798

14 de mayo de 2007

TEMARIO

- ¿A qué viene el próximo Presidente?
- La “estadística” fiscal



Propietarios y Directores

Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

STAFF

M&S Consultores

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Iñaki Aldasoro
Cecilia Bastarrica
Edgardo Cenzone
Facundo Martínez
Karina Pizarro
María Sahores

Asistente

Magalí Gómez Kort

RESUMIENDO

El Presidente anunció que “..el 10 de diciembre de 2007 la economía argentina habrá salido del infierno..”. Cree que **la macroeconomía ya está normalizada**. La macro arreglada deriva en **dos corolarios** a futuro: **i)** al programa económico le queda todavía mucho hilo en el carretel y **ii)** la agenda que viene será eminentemente micro, no macro.

En los Lineamientos Estratégicos presentados por el Ministerio de Economía, **la visión de que la macro ya está y vamos por la micro es contundente. La visión oficial es clara: mientras haya superávit comercial y superávit fiscal habrá crecimiento económico**. Las presiones de la demanda sobre la oferta interna son pasajeras. Se considera que la tensión inflacionaria resultante de la sobre – demanda es manejable. **Se prefiere tensión en inflación y no en nivel de actividad**.

La tarea del próximo Presidente será fortificar la microeconomía, a partir de la base macro que deja Kirchner. Hay indicios de que pueden venir más decisiones micro que macro en un segundo mandato. Un objetivo sería **buscar más inversiones extranjeras** para ampliar más rápido la oferta interna. Otro renglón de una eventual agenda micro sería un **emprolijamiento gradual** y caso por caso del esquema de subsidios fiscales al consumo y un sendero de ajuste parcial de las tarifas de servicios públicos. El pensamiento económico de base es que: **los mercados funcionan, el socialismo está muerto pero al capitalismo hay que “ajustarlo”**.

Según el diagnóstico oficial, el próximo Presidente **no necesitará asumir con un programa macroeconómico bajo el brazo**. Podrían venir algunas medidas solapadas sin anuncios o tal vez simples retoques macro continuistas. El modelo no requiere ajustes. El gobierno no cree que a la macro le haga falta un “service”, como viene sosteniendo **OVERVIEW**.

El próximo cambio de gobierno presenta en lo económico **puntos de contacto con el traspaso de Menem a la Alianza**. Aún con la economía en recesión, **la sensación era que el esquema económico funcionaba**. Lo mismo que ahora, aunque con el mundo jugando al revés. En aquel momento el statu – quo requería viento internacional (que terminó llegando tarde). Para la Alianza, lo que faltaba era una **agenda micro**, lo mismo que ahora. Entonces, era para mejorar la competitividad de la economía sin tocar el 1 a 1. Era un **esquema mucho menos flexible** que el actual: se pretendía una caída nominal del gasto público, una mayor presión tributaria o “bancarse” la costosa deflación de precios.

El principal desafío macroeconómico del próximo Presidente será bajar genuinamente la tasa de inflación sin planchar la actividad económica. Hay **restricciones políticas y sociales** para ello. Para un gobierno que se “auto - proclamó” popular – heterodoxo, le será complicado aplicar medidas con algún costo. Económicamente, **es un modelo más flexible que la convertibilidad para ser ajustado**. No se requieren recortes nominales (ni de gasto público ni de salarios) porque la inflación actúa como disolvente. El riesgo es “coquetear” con la inflación, que ésta termine ubicándose en un piso más alto y lleve a ajustes fiscales y monetarios más severos, con costos.

En síntesis, el oficialismo tiene mayor flexibilidad para hacerle un service a la política macroeconómica que en 2000. Hay más plafond para quebrar el síndrome de “aferrarse a la inercia”. Pero al mismo tiempo cuestiones vinculadas a cambios en política salarial (negociaciones bianuales o trianuales más conservadoras), monetaria (tasa de interés más alta), fiscal (menor suba del gasto público) o cambiaria (menor acumulación de reservas), tienen costos económicos y políticos, por lo menos de corto plazo, y allí se ha creado la cultura de que **no hay tanta flexibilidad social.**

En la cuestión fiscal, Kirchner fijó la “**regla de tres puntos del PBI**” de superávit primario del gobierno nacional. A pesar que el superávit viene cayendo medido en porcentaje del PBI, hasta ahora la “regla del 3” se cumplió todos los años. **Es un superávit que funcionó como ancla macro aunque fue insuficiente para servir como instrumento anti – inflacionario.** La composición de los pagos de deuda interna hacen que al Tesoro le queden pocos pesos propios para comprar dólares en el mercado y ayudar al Banco Central a sostener el tipo de cambio. **Los superávits gemelos no han existido nunca.**

Hay un agravante adicional para la lógica del modelo. Con crecimiento económico **la convergencia de los superávits debería producirse por una natural reducción del excedente externo y la mejora paulatina de los números fiscales.** En realidad, **está pasando exactamente al revés. El superávit comercial sigue alto y el superávit fiscal del Tesoro disponible para comprar dólares cada vez es menor.**

En el **primer trimestre los ingresos** del sector público **crecieron 35%** respecto al año anterior. Al mismo tiempo, el **gasto** primario total **subió 42%**. Está dinámica de gastos creciendo a tasas superiores a los ingresos explica el **congelamiento nominal del superávit primario.** **Si no se reencauzara el ritmo de aumento del gasto y siguiera creciendo a más del 40% anual, el superávit del Tesoro de 2007 terminaría siendo menor a \$ 15.000 M.** Seguramente va a haber una desaceleración en la tasa de crecimiento puramente estadística. **Aun así, este puede ser el primer año desde 2004 donde el superávit primario sea menor al 3% del PBI e incluso menor en pesos al de 2006 .**

De los \$ 21.000 M de superávit consolidado que puede haber este año, \$ 17.000 M serán del Tesoro. **Después de pagar sus compromisos en pesos volverá a tener poco sobrante para comprar dólares. Apenas alcanzarían para comprar US\$ 1.500 M y todavía tendría que colocar deuda por US\$ 5.000 M más para cerrar la caja del año.**

No sobra nada, mucho menos para acumular en un “fondo anticíclico”. El Tesoro tiene saldos “técnicos” en sus cuentas que se usan para el giro diario de sus operaciones. **Lo que está depositado en el Banco Nación es el superávit que acumula la Anses, que redondea unos \$ 10.000 M.** Pertenecen a la Anses y no son de libre disponibilidad para el Tesoro. Si los quiere usar se los tiene que pedir en préstamo.

LO MÁS IMPORTANTE

¿A qué viene el próximo Presidente?

El Presidente acaba de anunciar que “..el 10 de diciembre de 2007 la economía argentina habrá salido del infierno..”. Es una afirmación que entraña un mensaje: **la macroeconomía ya está normalizada**, dejó de ser un problema.

Esta idea oficial de que la macro está arreglada y que funciona aceptadamente, deriva en **dos corolarios a futuro**, que están ligados. Uno es que **al programa económico le queda todavía mucho hilo en el carretel**. El otro es que **la agenda que viene será eminentemente micro**, no macro.

En los Lineamientos Estratégicos para el Desarrollo Productivo de la Argentina presentado recientemente por el Ministerio de Economía, **la visión de que la macro ya está y vamos por la micro** es contundente. Veamos algunos párrafos textuales del documento:

“...Como pocas veces en la historia económica argentina, hoy se presenta la oportunidad de plantearse **una estrategia productiva que potencie la consistencia macroeconómica en marcha...**”.

“...La experiencia macro de los últimos años casi no tiene antecedentes en la historia argentina, no sólo por las tasas de crecimiento observadas sino, sobre todo, por **la solidez y consistencia de los fundamentos macroeconómicos...**”.

“...El rasgo que más sobresale es la persistencia del **superávit comercial** en el marco de un proceso de crecimiento económico sostenido. El otro rasgo a destacar es el **reordenamiento de las finanzas públicas**. Por primera vez en más de cuatro décadas, el resultado fiscal arroja continuos saldos positivos...”.

“... La actual estrategia macroeconómica resguarda a la economía de la reiteración del histórico patrón de auge y depresión y **sienta las bases para un proceso de crecimiento sostenido...**”.

La visión oficial es clara: mientras haya superávit comercial y superávit fiscal habrá crecimiento económico. Y que hay bases macro sólidas para que se mantenga en el tiempo.

Según esta visión, las actuales presiones de la demanda sobre la oferta interna son pasajeras. El crecimiento del consumo dará pie al incremento de la inversión productiva para que la oferta la emparde en el tiempo.

Se considera que **la tensión inflacionaria resultante de la sobre – demanda es manejable**. Se la contiene con controles y regulaciones de precios y se le pone techo con el superávit fiscal. **Se prefiere tensión en inflación y no en nivel de actividad.**

La conclusión oficial es que se presenta una **oportunidad única** para la Argentina dada por la conjunción de una situación macroeconómica normalizada con crecimiento económico sustentable y un escenario internacional favorable.

Siguiendo este hilo conductor, **la tarea del próximo Presidente será fortificar y diversificar la microeconomía, a partir de la base macro que deja Kirchner.**

Hay indicios de que pueden venir más decisiones micro que macro en un segundo mandato. Un indicio son los mencionados Lineamientos Estratégicos. Como el propio título lo dice, son lineamientos; no hay sustancia. Pero se rescata la intención de que la agenda por venir es fundamentalmente micro, no macro.

Otro indicio son los viajes al exterior de Cristina Fernández, que hoy luce tan candidata como Néstor Kirchner. Un objetivo de la senadora sería fluidificar la inserción internacional de la Argentina **en busca de más inversiones extranjeras** para reforzar la producción y ampliar más rápido la oferta interna. No es una apertura integral a los capitales y menos una apertura financiera.

Otro renglón de una eventual agenda micro podría ser un **emprolijamiento gradual** y caso por caso del esquema de subsidios fiscales al consumo y un sendero de ajuste parcial de las tarifas de servicios públicos, por miedo a una crisis: **una descompresión, no un giro de ciento ochenta grados.**

Para el gobierno, la inflación es un fenómeno micro, no macro. Sólo sería un problema macro y un punto de inflexión para el programa económico **si los precios empezaran a subir más que los salarios.** En este caso, la inflación mutaría de benigna a maligna.

El pensamiento económico de base de Cristina Fernández es que **los mercados funcionan, el socialismo está muerto pero al capitalismo hay que “ajustarlo”.** No es muy distinto al pensamiento de Kirchner, quizás algo menos discrecional.

Según el diagnóstico oficial, el próximo Presidente **no necesitará asumir con un programa macroeconómico bajo el brazo.** Podrían venir algunas medidas solapadas sin anuncios o tal vez simples retoques macro continuistas. El modelo no requiere ajustes. El gobierno no cree que a la macro le haga falta un “service” ni que el programa está cerca de tocar umbrales macroeconómicos delicados, como viene sosteniendo **OVERVIEW.**

El próximo cambio de gobierno presenta en lo económico **puntos de contacto con el traspaso de Menem a la Alianza** a fines de 1999. Aun con la economía en recesión, **la sensación era que el esquema económico estaba bien, que funcionaba.** Lo mismo que ahora, aunque con el mundo jugando al revés. En aquel momento el statu – quo necesitaba viento internacional que terminó llegando tarde.

Para la Alianza, lo que realmente faltaba era una **agenda micro,** lo mismo que ahora. En ese entonces, era para mejorar la competitividad de la economía y que las empresas sean más rentables, sin tocar el 1 a 1. Era un **esquema mucho**

menos flexible que el actual para aumentar la competitividad: se pretendía una caída nominal del gasto público, una mayor presión tributaria o “bancarse” la costosa deflación de precios.

Hoy, **el principal desafío macroeconómico del próximo Presidente es bajar genuinamente la tasa de inflación sin planchar la actividad económica.** Con la Alianza, la expectativa popular era ganarle al desempleo; ahora empieza a ser ganarle a la inflación (ver cuadro 1).

Cuadro N° 1

ALIANZA 2000 VS. OFICIALISMO 2007

El dilema del traspaso: no quedarse en retoques insuficientes

	Alianza 2000	Oficialismo 2007
El gran desafío de la política económica	Mejorar la competitividad de la economía y retomar el crecimiento en un mundo "imposible"	Bajar genuinamente la inflación sin planchar la actividad económica en un mundo aliado
Expectativa popular	Ganarle al desempleo (restricción el 1 a 1)	Mejorar la distribución (restricción fue de inflación focalizándose en alimentos)
Restricciones políticas y sociales	El 1 a 1 tenía respaldo absoluto. No había plafond para tocarlo. La Alianza lo defendió sin llevarlo en la sangre	A un gobierno "populista - heterodoxo" le será complicado aplicar medidas con algún costo. El viraje acarrearía alta conflictividad y rechazo.
Restricciones económicas	Dado que el 1 a 1 era "intocable", se requería o bien una caída nominal del gasto público o una mayor presión tributaria. Dos medidas de alto costo en medio de una recesión.	Es un modelo más flexible: no requiere recortes nominales porque está la inflación. Pero si la inflación se tornara "maligna" terminaría llevando a ajustes fiscales y monetarios severos a la fuerza.

Fuente: M&S Consultores

Hay **restricciones políticas y sociales** para ello. Para un gobierno que se “auto - proclamó” popular – heterodoxo, le será complicado aplicar medidas con algún costo. El viraje acarrearía conflictividad y rechazo.

Económicamente, **es un modelo mas flexible que la convertibilidad para ser ajustado.** No se requieren recortes nominales (ni de gasto público ni de salarios) porque la inflación actúa como disolvente. El riesgo es “coquetear” con la inflación, que ésta termine ubicándose en un piso más alto y esto lleve a ajustes fiscales y monetarios más severos, con costos.

En síntesis, hoy el oficialismo tiene mayor flexibilidad para hacerle un service a la política macroeconómica que la Alianza en 2000. Hay más plafond para quebrar el síndrome de “aferrarse a la inercia”. Pero al mismo tiempo cuestiones vinculadas a cambios en política salarial (negociaciones bianuales o trianuales más conservadoras), monetaria (tasa de interés más alta), fiscal (menor suba del gasto público) o cambiaria (menor acumulación de reservas), tienen costos económicos y políticos, por lo menos de corto plazo, y allí se ha creado la cultura de que **no hay tanta flexibilidad social.**

La “estadística” fiscal

A comienzos de su mandato, Kirchner fijó discrecionalmente y sobre la marcha la “**regla de tres puntos del PBI**” de superávit fiscal primario del gobierno nacional. A pesar que el superávit viene cayendo medido en porcentaje del PBI desde el pico de 2004 (3,9%), hasta ahora la “regla del 3” se cumplió todos los años. **Es un superávit que funcionó como ancla macro aunque fue insuficiente para servir como instrumento anti – inflacionario.**

La composición de ese superávit y las obligaciones internas que hay que pagar hacen que al Tesoro le queden pocos pesos propios para comprar dólares en el mercado y ayudar al Banco Central a sostener el tipo de cambio.

Por ejemplo, **el año pasado el superávit primario del sector público nacional fue de \$ 23.160 M (3,5% del PBI)** pero el superávit del **Tesoro** fue “solo” de **\$ 15.600 M (2,4% del PBI)**. El resto fue el ahorro que consiguió fundamentalmente la Seguridad Social, el resto de los organismos públicos y los fondos fiduciarios (ver cuadro 2).

El Tesoro Nacional es el encargado de pagar la mayor parte de las obligaciones financieras del sector público (servicios de la deuda pública, asistencia a provincias, etc.) y tiene que hacerlo con su superávit. El resto no puede usarlo salvo que “pida prestado” a los otros organismos públicos.

Cuadro Nº 2

EL DILEMA DE LA MACRO SUPERÁVITS NO SON GEMELOS El Tesoro compra pocos dólares

En % del PBI	2004	2005	2006	2007e
Resultado primario	17,333	19,623	23,158	21,000
Tesoro	15,649	14,860	15,617	= 17,000 ↑
Seguridad Social	251	3,602	6,015	↑ 2,500 ↓
Otros	1,432	1,161	1,525	1,500
Otros pagos en \$ (neto de colocaciones en \$)	5,000	(500)	9,000	12,500 ↑
Dólares comprados por el Tesoro (mill. US\$)	3,600	5,100	2,100	2,000
Sobrante de dólares en el mercado	9,250	13,800	14,500	15,000
% de compras fiscales:	39%	37%	14%	13%

Fuente: M&S Consultores en base a Secretaría de Hacienda

En 2006 la plata que sobró después de pagar todas las obligaciones en pesos alcanzó para comprar genuinamente nada más que US\$ 2.000 M de los US\$ 15.000 que sobraron en el mercado de cambios. El 85% de los dólares los compró el BCRA con emisión monetaria.

Y no fue un año excepcional. En los anteriores tampoco le quedaba demasiado margen al Tesoro para comprar dólares aunque compró más que el año pasado, en 2004 porque el superávit fue relativamente mayor (fue récord en porcentaje del PBI) y en 2005 porque le colocó pidió prestado a la Anses y colocó deuda en pesos en el mercado. Pero también entonces los pesos disponibles fueron pocos en relación con los dólares sobrantes. Como siempre dijo **OVERVIEW**, los superávits gemelos no han existido nunca o por lo menos no llegaron a ser más gemelos que Schwarzenegger y De Vito en el cine.

Hay un agravante adicional para la lógica del modelo. Con crecimiento económico la **convergencia de los superávits debería producirse por una natural reducción del excedente externo** (porque crecen más las importaciones que las exportaciones) y la **mejora paulatina de los números fiscales** (porque la recaudación crece más rápido que los gastos). En realidad, **está pasando exactamente al revés. El superávit comercial no para de crecer** impulsado por los buenos precios internacionales y el boom de producción agrícola. Por el contrario, **el superávit fiscal** (el del Tesoro disponible para comprar dólares) **cada**

vez es menor porque los gastos crecen más que los ingresos. O sea, la tendencia de los superávits es además claramente divergente.

Qué está pasando en 2007

Con este marco, ¿qué está pasando este año?. En el **primer trimestre** los **ingresos** del sector público **crecieron 35%** respecto al año anterior, o sea unos \$ 8.800 M más. Al mismo tiempo, el **gasto** primario total **subió 42%** (+ \$ 8.650 M). Esta dinámica de gastos creciendo a tasas superiores a los ingresos explica el **congelamiento nominal del superávit primario**. Incluso podría haber sido peor dado que se adelantó para febrero el ingreso al Tesoro de \$ 1.150 M de utilidades del BCRA que estaban previstos para todo el año. El año pasado esa transferencia se hizo en abril (\$ 600 M) y diciembre (\$ 550 M). Sin esta ayuda el superávit primario del primer trimestre hubiera sido menor al del año pasado.

Por el lado de los ingresos está siendo fundamental la muy buena performance de la recaudación impositiva, especialmente del IVA, la seguridad social y la Aduana. Ganancias no tuvo tanta importancia en el trimestre pasado, pero será clave en los próximos meses cuando se produce la mayor cantidad de declaraciones juradas y se definen los anticipos para los próximos once meses.

El IVA recaudó \$ 2.900 M más (casi 30%) montado sobre el aumento del nivel de actividad, inflación alta y algo de mayor fiscalización por parte de la AFIP. **Los aportes a la seguridad social crecieron \$ 3.100 M** (+57%) debido al aumento del salario medio y del empleo formal y también a la contabilización de los aportes de quienes consiguieron acogerse a las moratorias previsionales¹. Por último, **la recaudación de los derechos aduaneros aumentó \$ 1.250 M** (+30%), debido al crecimiento de exportaciones sumado al aumento de algunas retenciones, al aumento de la importaciones y en menor medida al tipo de cambio nominalmente más alto.

En el gasto, el renglón que más creció fue el de **jubilaciones** (+63%). **Se pagaron casi \$ 4.000 M más, explicando más del 40% del aumento total del gasto**. Alrededor de la mitad de esa suba corresponde al pago de las nuevas jubilaciones otorgadas por las recientes moratorias. El resto se relaciona con los aumentos de jubilaciones que se otorgaron en junio de 2006 y enero pasado. La **obra pública** subió \$ 850 M (+52%) y los **subsidios y planes sociales** aumentaron \$ 1.400 M (más de 30%). Todos los ítem del gasto crecieron pero estos tres rubros son los “nudos” esenciales para entender la dinámica.

¹ Las personas que se jubilan con la moratoria deben pagar las cuotas de la misma que se descuenta de haber mensual. Contablemente el pago de la jubilación aparece como mayor gasto público y la cuota de la moratoria como un ingreso tributario. Se estima que del aumento del gasto previsional total (\$ 4.000 M en el primer trimestre), la mitad corresponde a estas nuevas jubilaciones. Unos \$ 700 M tienen como contrapartida mayores ingresos de contribuciones por el pago de la moratoria.

Si no se reencauzara el ritmo de aumento del gasto y siguiera creciendo a más del 40% anual, el superávit primario de 2007 terminaría siendo menor a \$ 15.000 M. Seguramente va a haber una desaceleración en la tasa de crecimiento puramente estadística dado que la base de comparación es más baja en el primer semestre¹. Hacia fin de año es posible que el gasto termine siendo “solo” 37% mayor al de 2006. Aun así, este puede ser el primer año desde 2004 donde el superávit primario sea menor al 3% del PBI e incluso menor en pesos a los \$ 23.158 M de 2006 (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3

QUÉ PASA EN 2007 CON EL GASTO

	PRIMER TRIMESTRE			TOTAL ANUAL PROYECTADO		
	2006	2007	Variac. %	2006	2007	Variac. %
Gasto de la Nación	17,836	25,761	44.4	82,878	114,843	38.6
Jubilaciones	6,247	10,199	63.3	32,190	49,004	52.2
Obra pública	1,629	2,473	51.8	9,022	12,868	42.6
Sueldos	3,903	4,976	27.5	17,443	21,610	23.9
Subsidios y planes sociales	4,564	5,971	30.8	17,640	22,678	28.6
Bienes y servicios	1,275	1,681	31.8	5,638	7,084	25.6
Otros	218	462	112.5	945	1,598	69.2
Transferencias a provincias*	2,509	3,219	28.3	12,684	16,051	26.5
GASTO PRIMARIO TOTAL	20,345	28,980	42.4	95,562	130,894	37.0

(*) Transferencias no automáticas: excluye coparticipación y leyes especiales

Fuente: M&S Consultores en base a Secretaría de Hacienda

Como el gobierno tiene una meta de que el superávit no se reduzca nominalmente, es posible que termine aplicándose algún mecanismo compensador a las cuentas fiscales. El primer candidato será **contabilizar como ingresos corrientes los fondos acumulados en las AFJP por los afiliados pasados compulsivamente al Estado²**, con lo cual el superávit sería contablemente \$ 5.000 / 6.000 M más alto.

¹ En la segunda mitad del año pasado se tomaron algunas medidas importantes de aumento de gasto como fueron los aumentos de salarios públicos (julio), jubilaciones (junio 06 y enero 07), moratoria previsional, etc.

² La reciente reforma del sistema previsional establece que deberán pasar a partir de junio al segmento de reparto **los hombres mayores de 55 años y las mujeres mayores de 50 años que no tengan acumulados en sus cuentas más de \$ 20.000**, salvo que manifiesten una opción en contrario. También se pasan automáticamente los aportantes a cajas especiales como maestros, investigadores, jueces, etc.. Por un lado significará que los aportes mensuales de esos trabajadores comenzarán a ingresar a la Anses. Pero adicionalmente se transferirán a la Anses los activos acumulados en sus cuentas a una cuenta en custodia del Banco Nación.

Para el resto de las personas que se pasen voluntariamente a reparto, la opción comenzará a regir en enero de 2008 y los fondos acumulados en las AFJP seguirán siendo administrados por esas empresas.

Parte de esos ahorros acumulados en las AFJP y que pasarán al Estado **serán enviados “en especie” y no en efectivo**. Desde el punto de vista macroeconómico este traspaso es real pero contable, no tiene impacto y no debería considerarse un superávit fiscal del período. Pero **puede llegar a ser incluido en las estadísticas oficiales. Pasaríamos a tener un superávit primario “real” en pesos de unos \$ 21.000 M y un superávit “estadístico” de aproximadamente \$ 26.000.**

Analizando el superávit de 2007 por adentro, se va a observar una nueva modificación en su composición que será reflejo de las decisiones de gasto que se adoptaron. **De los \$ 21.000 M “en serio” de superávit, \$ 17.000 M serán del Tesoro**, o sea que mejorará un poco respecto a 2006. Por el contrario, el ahorro de la seguridad social que el año pasado fue de \$ 6.000 M, caerá este año a \$ 2.500 / 3.000 M por el aumento de gasto ya mencionado.

El Tesoro volverá a tener pocos pesos para comprar dólares y se va a tener que seguir endeudando para pagar la deuda. En los primeros tres meses del año, el superávit del Tesoro fue de casi \$ 3.250 M. Después de pagar todas las obligaciones en pesos y usar saldos de algunas cuentas, **le sobraron \$ 2.250 M que aplicó a comprar US\$ 620 M**, que a su vez sirvieron para pagar parte de los servicios de la deuda en moneda extranjera. El faltante de dólares se cubrió con colocaciones en el mercado local y a Venezuela por unos US\$ 1.750 M.

En una visión anual (o sea, independientemente que por la mayor recaudación de mayo se compren más dólares), **si el superávit del Tesoro es de \$ 17.000 M, el sobrante neto de pesos** luego de cubrir las obligaciones en moneda nacional, **será de unos \$ 4.300 M. Apenas alcanzarían para comprar divisas por US\$ 1.500 M.** Todavía **tendría que colocar deuda por US\$ 5.000 M más para cerrar la caja del año** (ver cuadro 4).

No sobra nada, mucho menos para acumular en un “fondo anticíclico”. Es cierto que el Tesoro tiene saldos “técnicos” en sus cuentas (unos \$ 4.500 M) que no se pueden aplicar para la compra de dólares porque se usan para el giro diario de sus operaciones (algo así como la “caja chica” para pagar sueldos, proveedores, etc.).

Lo que sí está depositado en el Banco Nación es el superávit que acumula la Anses, que a hoy redondea unos \$ 10.000 M y será incrementado por lo descrito precedentemente. Pertenecen a la Anses y no son de libre disponibilidad para el Tesoro. Si los quiere usar se los tiene que pedir en préstamo. Hace poco se propuso que esos fondos quedaran en una cuenta intangible para garantizar el pago futuro de las jubilaciones, así que no están disponibles para hacer frente a las contingencias que pueda tener el Tesoro.

Cuadro Nº 4
EL FINANCIAMIENTO DEL TESORO EN 2007
 (Todas cifras expresadas en millones de \$)

	I trim		2007 (*)	
	Caja en \$	Caja en US\$	\$	US\$
I. Superávit primario del tesoro	3,244	-	17,000	-
II. Pagos	2,994	6,743	17,400	29,800
Intereses (1)	697	3,069	3,400	9,500
Amortización (2)	2,311	3,674	8,400	20,300
Asistencia a provincias	608	-	3,700	-
Otros pagos	612	-	1,900	-
III. Financiamiento necesario (II-I)	-250	6,743	400	29,800
IV. Financiamiento previsto	1,986	5,404	4,700	9,800
Adelantos BCRA (neto)	-	-	1,700	-
Letras (Anses, Afip, BNA)(neto)	148	-	1,000	-
Colocaciones a Venezuela	-	2,323	-	2,300
Colocaciones Mercado Local (3)	-	3,081	-	7,500
Uso cuentas sector público y otros	1,838	-	2,000	-
V. Excedente (faltante) (III-IV)	2,236	-1,339	4,300	-20,000

(1) Incluye cupón PBI

(2) Incluye recompras

(3) Hasta el 18-5

(*) Ejercicio suponiendo que se mantienen los saldos del Tesoro a dic-06: \$4.600 M

\$1924 M se aplicaron a comprar US\$ 620M

Alcanza para comprar menos de US\$ 1.500M.
Falta financiar US\$ 5.000M

En resumen, aunque la dinámica de aumento de gasto de estos últimos meses se modere, **va a costar respetar en este año la regla del superávit fiscal primario equivalente al 3%. Incluso puede caer en términos nominales, aunque va a haber un retoque** (incluyendo ingresos de la Anses en “especie”) para que todo eso se note menos.

El Tesoro va a disponer de pocos pesos para comprar dólares en el mercado y ayudar al BCRA. En el primer trimestre compró unos US\$ 620 M y en el año llegará con suerte a US\$ 1.500 M, solo el 10% del sobrante de dólares esperado en el mercado. Los superávit fiscales y externos no solo no son gemelos sino que cada vez están más lejos uno del otro.

Todavía faltan colocar unos US\$ 5.000 M para cubrir el financiamiento necesario del año. Con un Tesoro “apretado” de caja, es lógico que **no puede haber forma de armar un fondo anticíclico “real”**, salvo que se decida colocar más deuda para ese fin. Hay saldos de caja chica (poco más de \$ 4.500 M a diciembre de 2006) y están los saldos de la Anses (\$ 10.000 M) que no son del Tesoro sino para pagar las jubilaciones del futuro.



Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com