

# OVERVIEW

Edición Nº 1159

7 de julio de 2014

---

## TEMARIO

---

- Los “cuatro fantásticos” y Griesa
- Descontrol fiscal



**Propietarios y Directores**  
Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

**Directores**

Carlos Melconian  
Rodolfo Santangelo

**Consultores Jefes**

Claudio Mauro  
Pablo Goldín  
Facundo Martínez Maino

**Finanzas y Gestión**

Patricio Rotman  
Fernando Badessich

**Economistas**

Cecilia Bastarrica  
Soledad de Marco  
Emilia Gavilán  
Martín Orgoroso  
María Sahores

**Asistentes**

Clara Argañaraz  
Teresa Balestrini  
Juan Buccafusca

# RESUMIENDO

La macroeconomía argentina arrastra desde hace varios años (especialmente desde 2011) **cuatro problemas que ya no se van a solucionar con esta administración**: no alcanzan los dólares del mercado cambiario, no alcanzan los pesos del Tesoro, la actividad económica no crece y la inflación tiene piso alto y no cede. **Esta macro de los cuatro problemas venía así antes del “lío con Griesa”**, seguirá así aun cuando el tema de la deuda se terminara arreglando y sería un “campo minado” el próximo año y medio si el gobierno decidiera no arreglar con los “holdouts” y entrar en cesación selectiva de pagos con los bonistas del canje afectados por el fallo.

**La falta de dólares es previa a Griesa.** A pesar de que hay superávit comercial y es récord el ingreso de divisas de la soja, el BCRA apenas compra dólares. **Ni el cepo ni la devaluación revirtieron la situación, que no se revertirá ni con más cepo ni con otra devaluación.** Pagar la deuda con reservas sin que el BCRA compre dólares ya no es sostenible. **La falta de pesos también es previa a Griesa.** El Tesoro gasta a un ritmo descontrolado y no hay recaudación que alcance. **El déficit fiscal primario se duplica y hasta se triplica año a año** y se financia casi exclusivamente con emisión de moneda del BCRA. **Otro problema previo a Griesa es la actual contracción económica.** Este año hubo dos trimestres de caída del PBI y el tercero pinta parecido. El PBI del trienio 2012 – 2014 está estancado, producto de un 0, + 3, - 3 y no se avizora luz al final del túnel. **Finalmente, la inflación alta también es previa a Griesa.** Aun en el actual contexto recesivo y de contracción monetaria, muestra un piso de 2% mensual y proyecta casi 40% para 2014.

**Para paliar los cuatro problemas de la macro y llegar sin sobresaltos mayores al final del mandato, el gobierno, obligado por la realidad, intentaba construir dos puentes: i)** uno “externo” para conseguir algo de dólares de afuera y eludir otra devaluación y **ii)** otro “interno” para esterilizar el sobrante de pesos de la “maquinita” con colocaciones de deuda del BCRA y eludir aceleraciones de la inflación. **OVERVIEW consideraba el puente externo de efectividad incierta, apenas como un paliativo para ganar tiempo en la cruzada de llegar al final del mandato sin otra devaluación,** reforzando el cepo y/o profundizando la recesión. No iba a dar vuelta el faltante de dólares sino patear la pelota para adelante. **Por el tema Griesa, el puente anti – devaluación se frenó antes de empezar a construirse.** El otro puente, el “interno” para evitar desbordes de precios **está construido con Lebac del BCRA para absorber la totalidad de los pesos emitidos.** No es un puente que pueda soportar cualquier carga. Tiene un límite, a priori desconocido.

El segundo semestre del año (en especial el cuarto trimestre) será un test crucial ya que **OVERVIEW espera una gigantesca emisión para financiar al Tesoro superior a \$ 120.000 M. Será demasiado peso (“pesos”) para que el puente anti – desborde inflacionario lo soporte sin crujir.** El descontrol fiscal reviste casi tanta o más relevancia que el juicio de los “holdouts”. **El descontrol se origina en un gasto público que crece en forma explosiva.** En el primer cuatrimestre de 2014, creció casi 42% contra igual período de 2013. Después de la explosión electoral previa a los comicios legislativos de octubre de 2013, el gasto en vez de desacelerarse se aceleró. La combinación del aluvión de pesos en el frente “interno”, la incertidumbre en el frente

“externo” por la falta de dólares más la realimentación entre las dos cosas, **preanuncian un verano con más tensiones cambiarias e inflacionarias**. Que el gobierno acuerde o no con los “holdouts” será otro de los determinantes del clima en el verano.

**La Argentina tiene problemas macroeconómicos delicados en su camino a 2015 independientes y anteriores al tema Griesa.** El origen primario de todos los problemas es un **agujero fiscal** creciente que se financia con uso de reservas y emisión de moneda del BCRA. Aun si el lío de la deuda se encauzara, los problemas seguirán inmutables. A lo sumo, podría construir un puente de financiamiento externo. Si el lío se agigantara, el gobierno no arreglara con los “holdouts” y entrara en cesación de pagos selectiva con los bonistas del canje involucrados, los problemas macro se complicarían. **Por el problema fiscal, no es simétrico:** los beneficios de arreglar serían menores a los costos de no arreglar. **En el primer caso (se arregla la deuda), la transición económica sería un camino sinuoso lleno de curvas peligrosas. En el segundo (no se arregla), sería un campo minado.**

Reina una **gran incertidumbre** sobre qué va a hacer el gobierno argentino hasta el 31 de julio con el fallo del Juez Griesa. **Arreglar abre dudas legales:** fundamentalmente, cuántos otros “holdouts” se colgarían casi automáticamente del fallo de Griesa para demandar el mismo pago y el riesgo de que bonistas que aceptaron el canje disparen la cláusula RUFO porque se le paga más a los “holdouts” que a ellos. Al mismo tiempo, **el gobierno tiene incentivos para arreglar:** serían mayores pagos de deuda pero en cabeza de próximas administraciones y reabrirla la posibilidad de conseguir financiamiento externo. Sin embargo, no puede descartarse que dentro del gobierno “alguien” no esté **haciendo cuentas de cuántos “se ahorraría” la Argentina no pagándole a los bonistas del canje** involucrados en el fallo porque Griesa lo impide. Pueden hacerse muchos ejercicios. De movida, no se pagarían los bonos de canje bajo Ley Nueva York. Después, podría haber segundas vueltas con otros bonos, pero tendría que verse. Por lo pronto, el Ministro de Economía pidió al Juez que reponga el “stay” para negociar: luce un pedido con baja chance de aceptación por parte del Juez.

**Es cierto que en las actuales circunstancias, una eventual cesación no acarrearía las mismas consecuencias que en 2002.** Esto es cierto aunque consiste en una comparación “irrelevante”. **Dejar de pagar la deuda pública completa en 2002 fue el punto final de una mega - crisis macroeconómica** que incluía una fuerte corrida bancaria con pérdida de reservas, profunda contracción económica con deflación, híper – desempleo, desplome de la rentabilidad empresaria, corte de la cadena de pagos y del crédito. El default, la crisis bancaria y la devaluación fueron las tres patas que coronaron la crisis y el fin de la convertibilidad. **Hoy no hay una crisis bancaria:** se registra una desmonetización real porque la inflación crece más rápido que los depósitos pero no es una caída nominal que “pagan los depositantes”. En la macro actual, la evolución de los depósitos depende fundamentalmente de cuánto emite y cuánto esteriliza el BCRA. **Una eventual cesación parcial de pagos posiblemente no generaría un estallido tipo 2002 pero sí complicaría más una macro ya complicada y llevaría a una transición económica muy delicada. Sería un error garrafal subestimar los costos de una cesación de pagos, por más parcial e “inducida” que fuera y aunque no genere la misma dinámica tipo estallido terminal que en 2002.**

# LO MÁS IMPORTANTE

---

## Los “cuatro fantásticos” y Griesa

La macroeconomía argentina arrastra desde hace varios años (especialmente desde 2011) **cuatro problemas que ya no se van a solucionar con esta administración** (“cuatro fantásticos” imparables, como la delantera de Argentina en el Mundial): no alcanzan los dólares del mercado cambiario, no alcanzan los pesos del Tesoro, la actividad económica no crece y la inflación tiene piso alto y no cede. Los cuatro problemas no son compartimentos estancos, están vinculados, se realimentan.

Este desorden macro será **una de las herencias** para el gobierno que venga (además del desorden organizacional, energético, previsional, agrícola, ganadero, etc.). En la transición hasta el final de este mandato, **“no chocar sería negocio”**.

**La macro de los cuatro problemas venía así antes del “lío con Griesa”**, seguirá así aun cuando el tema de la deuda se terminara arreglando y sería un “campo minado” el próximo año y medio si el gobierno no arreglara con los “holdouts” y entrara en cesación selectiva de pagos con los bonistas del canje afectados por el fallo.

**Uno de los problemas que se arrastra es la falta de dólares. La falta de dólares es previa a Griesa.** A pesar de que hay superávit comercial y es récord el ingreso de divisas de la soja, el BCRA apenas compra dólares. **Ni el cepo ni la devaluación revirtieron la situación, que no se revertirá ni con más cepo ni con otra devaluación.** A lo sumo, el gobierno consigue calmas transitorias como la actual y estabiliza el nivel de las reservas, para ganar tiempo y patear el faltante para delante. Pagar la deuda con reservas sin que el BCRA compre dólares ya no es sostenible. En 2015, los pagos totales se llevarían alrededor del 37% de las reservas (ver cuadro 1).

**Cuadro N° 1**  
**PAGAR LA DEUDA EN DÓLARES CON RESERVAS DEL BCRA:**  
**MENOS MARGEN EN 2015**

US\$ M	Reservas a comienzo del año (1)	Pagos de deuda en dólares (2)	Relación (%) (3) = (2) / (1)	
2010	47.968	6.500	13,6	"FÁCIL"
2011	52.190	9.500	18,2	DIFÍCIL
2012	46.376	9.300	20,1	MÁS DIFÍCIL
2013	43.219	6.000	13,9	"FÁCIL"
2014	30.600	5.500	18,0	MÁS DIFÍCIL
2015 (e)	27.000	10.000	37,0	IMPOSIBLE

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

**Otro es la falta de pesos. La falta de pesos es previa a Griesa.** El Tesoro gasta a un ritmo descontrolado. No hay recaudación que alcance a pesar que este año se aceleró con la devaluación y la inflación. **El déficit fiscal primario se duplica y hasta se triplica año a año.** Se financia casi exclusivamente con emisión de moneda del BCRA, que se multiplica a la par del déficit. O sea, el faltante fiscal de pesos del Tesoro se transforma en un sobrante macro producto del uso casi sin límite de la "maquinita". Visto en perspectiva, **en 2010 la emisión de pesos para el Tesoro fue menos de \$ 20.000 M y este año superará \$ 150.000 M** (de los cuales ya se emitieron \$24.000 M hasta junio). Se profundizó el uso del impuesto inflacionario para financiar al fisco (ver cuadro 2).

**Cuadro N° 2**  
**DÉFICIT PRIMARIO Y EMISIÓN DEL BCRA PARA EL TESORO**

\$ millones	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
<b>Necesidas en pesos del Tesoro</b>	<b>27.141</b>	<b>39.117</b>	<b>46.660</b>	<b>98.073</b>	<b>170.000</b>
Déficit primario	4.141	15.557	28.475	76.641	150.000
Pagos de deuda en pesos y transferencias a provincias	23.000	23.560	18.185	21.432	20.000
<b>Emisión del BCRA para el Tesoro</b>	<b>19.478</b>	<b>32.575</b>	<b>47.495</b>	<b>94.082</b>	<b>150.000</b>

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

**El tercer problema es que la economía dejó de crecer. La actual contracción económica es previa a Griesa.** El último período de reactivación fue 2010 hasta mediados de 2011, hace tres años. A partir de ese momento, la actividad perdió impulso, salvo algún episodio aislado y transitorio (el segundo trimestre de 2013). Este año es muy malo. Hubo dos trimestres de caída del PBI y el tercero pinta parecido. **No hay instrumentos para reactivar.** El empleo, el salario real y el crédito dejaron de empujar el consumo. La exportación está estancada: no salta la cosecha ni se mueve Brasil. La inversión está paralizada porque se recortó el consumo y la rentabilidad empresaria (lo único que refleja algún movimiento es Vaca Muerta). Los planes del gobierno (sociales y/o sectoriales) se basan en más gasto público y emisión de moneda y presionan al alza los precios más que el consumo y la producción. El PBI del trienio 2012 – 2014 está estancado, producto de un 0, + 3, - 3 y no se avizora luz al final del túnel (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3

**NIVEL DE ACTIVIDAD: EN CAÍDA****PBI - var. %**

2010	2011	2012	2013	2014 (e)
8,0	5,6	0,0	3,0	-3,0

Fuente: M&amp;S Consultores

**El cuarto es una tasa de inflación alta que no cede. La inflación alta también es previa a Griesa.** Aun en el actual contexto recesivo y de contracción monetaria, muestra un piso de 2% mensual y proyecta casi 40% en 2014. Hay una **explicación macroeconómica** que es el origen primario del problema: el gobierno “necesita” de una suba de precios mínima para recaudar el impuesto inflacionario y cerrar el rojo fiscal. También hay una **explicación microeconómica** más palpable del piso: la inercia a la que suben en los últimos años los servicios, la tendencia a la que aumentan los alimentos (más allá de fogonazos transitorios) y los ajustes “más nuevos” de combustibles y tarifas. Por ambas explicaciones, la macro y la micro, es muy difícil perforar el piso de 2% mensual de inflación (salvo una recesión que derrumbe estrepitosamente las ventas) (ver cuadro 4).

Cuadro N° 4

**TASA DE INFLACIÓN: CON PISO ALTO****Inflación mensual - %**

nov-13	dic	ene-14	feb	mar	abr	may	jun	jul (e)
2,5	4,1	4,2	3,5	3,6	2,1	2,6	2,4	cuarto mes arriba de 2

Fuente: M&amp;S Consultores

## **Los dos puentes**

Para paliar los cuatro problemas de la macro y llegar con sobresaltos manejables al final del mandato, el gobierno, obligado por la realidad, intentaba construir dos puentes: i) uno “externo” para conseguir algo de dólares de afuera y eludir otra devaluación y ii) otro “interno” para esterilizar el sobrante de pesos de la “maquinita” con colocaciones de deuda del BCRA para eludir aceleraciones de la inflación.

**El puente de financiamiento externo para conseguir dólares y paliar el faltante local era un proyecto “en pañales” y se frenó por Griesa.** Hasta ahora, la estabilización de las reservas es a costa de una contracción crediticia – importadora – recesiva. El gobierno supone que si consigue dólares afuera, el nivel de las reservas podría sostenerse sin hacer caer el nivel de actividad.

Estaba siguiendo esta hoja de ruta para conseguir plata de afuera (acercamiento al FMI, arreglo de los juicios en el CIADI, pago a Repsol, acuerdo de pago al Club de París, etc.) hasta que **el evento Griesa la frenó en seco.**

Los únicos ingresos extra fueron hasta ahora alrededor de US\$ 2.000 M de **“petro – dólares” de YPF y Chevron** que entraron al mercado cambiario en el primer semestre del año. **Otra cosa no habrá, al menos hasta que se aclare lo de Griesa.**

OVERVIEW consideraba el puente externo una obra en proyección de efectividad incierta, que se perfilaba apenas como un paliativo para conseguir algo de plata de afuera y ganar tiempo en la cruzada de llegar al final del mandato, evitando otra macro - devaluación, reforzando el cepo y/o profundizando la recesión. No iba a dar vuelta el faltante de dólares sino solo mitigarlo para patear la pelota para adelante. **Por el tema Griesa, el puente anti – devaluación se frenó antes de empezar a construirse y la falta de dólares sigue “en carne viva”.**

El puente “interno” para evitar desbordes de precios, se está utilizando: **está construido con Lebac del BCRA para absorber la totalidad de los pesos emitidos y evitar presiones cambiarias y una aceleración inflacionaria.** En el primer semestre del año, el stock de estas letras subió de \$ 95.000 M a \$ 165.000 M. **No es un puente que pueda soportar cualquier carga. Tiene un límite, a priori desconocido.** El segundo semestre del año (en especial el cuarto trimestre) será un test crucial para el puente interno de absorción de pesos: **OVERVIEW espera una gigantesca emisión para financiar al Tesoro superior a \$ 120.000 M. Será demasiado peso (“pesos”) para que el puente anti – desborde inflacionario lo soporte sin crujir** (ver cuadro 5). Adicionalmente, hay que sumar la “emisión” de pesos para pagar los intereses de las Lebac. El uso de la “maquinita” crece por doble vía: para financiar el déficit fiscal y para pagar el cuasi – fiscal.



Cuadro N° 5  
**EMISIÓN DE MONEDA PARA EL TESORO**

\$ millones

	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
2013	2.681	4.417	38.223	48.760	<b>94.081</b>
2014*	15.661	10.000	55.000	70 / 80.000	<b>150.000 ó más</b>

(\*): A partir del II trimestre datos estimados

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

**OVERVIEW insiste. La Argentina tiene problemas macroeconómicos delicados en su camino a 2015 independientes y anteriores al tema Griesa.** El origen primario de todos los problemas es un **agujero fiscal** creciente que se financia con uso de reservas y emisión de moneda del BCRA. Aun el faltante de dólares que es un problema “externo” se origina en las necesidades financieras del fisco (una cuestión “interna”)

Si el lío de la deuda se encauzara, los problemas seguirán inmutables. A lo sumo, podría reactivarse el puente de financiamiento externo para tirar un poco más de tiempo con las reservas estabilizadas sin devaluar de nuevo. Si el lío se agigantara y el gobierno decidiera no arreglar con los “holdouts” y entrar en cesación de pagos selectiva con los bonistas del canje involucrados, los problemas macro se complicarían y anticiparían en el tiempo. **Por el problema fiscal, no es simétrico:** los beneficios de arreglar serían menores a los costos de no arreglar. **En el primer caso (se arregla la deuda), la transición económica sería un camino sinuoso lleno de curvas peligrosas. En el segundo (no se arregla), sería un campo minado.**

## Griesa

Reina una **gran incertidumbre** sobre qué va a hacer el gobierno argentino hasta el 31 de julio con el fallo del Juez Griesa. Si bien los mercados lucen en precios de “calma tensa”, a esta altura **nada puede descartarse**, ni siquiera el desenlace extremo de que la Argentina no le arregle con los “holdouts” y entre en cesación selectiva de pagos con los bonistas del canje involucrados en el fallo.

Mientras se da el tire y afloje, la recesión se consolida, la tasa de inflación se muestra reacia a bajar de 2% por mes a pesar de que la actividad cae, la exportación y la importación caen, el BCRA compra muy pocos dólares, la devaluación se diluye, el aumento de las tarifas de electricidad pasó al olvido y las de gas no significaron ningún ahorro fiscal, el gasto público está descontrolado y

se avecina un aluvión de emisión monetaria para financiar al Tesoro. Por supuesto, queda archivado conseguir financiamiento externo.

**Arreglar abre dudas legales:** fundamentalmente, cuántos otros “holdouts” se colgarían casi automáticamente del fallo de Griesa para demandar el mismo pago y el riesgo de que bonistas que aceptaron el canje disparen la cláusula RUFO porque se le paga más a los “holdouts” que a ellos. Al mismo tiempo, **el gobierno tiene incentivos para arreglar:** serían mayores pagos de deuda pero en cabeza de próximas administraciones y reabrirla la posibilidad de conseguir financiamiento externo. Políticamente, se le buscaría la vuelta para “vender” internamente el arreglo con algún argumento rebuscado.

Sin embargo, es posible que dentro del gobierno “alguien” esté **haciendo cuentas de cuánto “se ahorraría” la Argentina no pagándole a los bonistas del canje** porque Griesa lo impide. Pueden hacerse muchos ejercicios. De movida, están los bonos del canje bajo Ley Nueva York. Después, habrá que ver si en segundas vueltas dejarían de pagarse otros bonos (ver cuadro 6). Es posible que el gobierno esté subestimando el costo económico de no arreglar y entrar en cesación de pagos.

### Cuadro N° 6

#### CUÁNTOS DÓLARES PODRÍAN "AHORRARSE" CON UN EVENTUAL DEFAULT SELECTIVO

US\$ M	jun-14	II sem. 2014	2015	Total
<b>Vencimientos totales</b>	<b>800</b>	<b>4.000</b>	<b>10.300</b>	<b>14.865</b>
<b>I. Primera ronda de default</b> (Par + Discount ley NY)	<u>115</u>	<u>320</u>	<u>420</u>	<u>855</u>
<b>II. Segunda ronda (Cross default)</b>	<u>450</u>	<u>1.000</u>	<u>1.350</u>	<u>2.800</u>
- Par y Discount (€ + y)	300	700	800	1.800
- Par y Discount (ley argentina)	110	260	460	830
- Global 17 (ley NY)	40	40	90	170
<b>III. Deuda que se pagaría igual</b>	<b>235</b>	<b>2.680</b>	<b>8.530</b>	<b>11.445</b>
- <u>Títulos ley argentina</u>	<u>0</u>	<u>380</u>	<u>5.340</u>	<u>5.720</u>
Boden 2015		160	4.900	5.060
Resto		220	440	660
- <u>Organismos Internacionales</u>	<u>226</u>	<u>1.880</u>	<u>3.000</u>	<u>5.106</u>
Club de París	0	750	780	1.530
Resto	226	1.130	2.220	3.576
- <u>Otros</u>	<u>9</u>	<u>420</u>	<u>190</u>	<u>619</u>

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

**Es posible que en las actuales circunstancias, una eventual cesación no acarrearía las mismas consecuencias que en 2002.** Esto es cierto aunque consiste en una comparación “irrelevante”.

**Dejar de pagar la deuda pública completa en 2002 fue el punto final de una mega - crisis macroeconómica** que incluía una fuerte corrida bancaria con pérdida de reservas, profunda contracción económica con deflación, híper – desempleo, desplome de la rentabilidad empresaria, corte de la cadena de pagos y del crédito. El default, la crisis bancaria y la devaluación fueron las tres patas que coronaron la crisis y el fin de la convertibilidad.

**Hoy no hay una crisis bancaria:** ni corrida de depósitos ni corte de la cadena de créditos. Sí se registra una desmonetización real porque la inflación crece más rápido que los depósitos y los préstamos. Pero no es una caída nominal que sufren los bancos sino que pierden los depositantes. En la macro actual, la evolución nominal de los depósitos depende de cuánto emite y cuánto esteriliza el BCRA. **Queda un remanente de depósitos en dólares en los bancos pero es marginal comparado con la situación de 2002.** Puede haber otro round de caída de depósitos en dólares, lo mismo que otro round de **devaluación**, pero ambas cosas ya han sucedido. Son situaciones macroeconómicas incomparables, muy diferentes.

2002 fue el estallido de un programa basado en una disponibilidad de dólares externos que se cortó. Fue imposible reconfigurarlo. Estos años fueron diferentes. El funcionamiento macro ha sido otro, con otro tipo de deterioros: salida de capitales, toma de las AFJP, toma del BCRA, control de cambios, devaluación. Sobrevinieron los cuatro problemas: falta de dólares, falta de pesos, estancamiento e inflación. **Una eventual cesación parcial de pagos posiblemente no generaría un estallido tipo 2002 pero sí complicaría más una macro ya complicada y llevaría a una transición económica muy delicada. Sería un error garrafal subestimar los costos de una cesación de pagos, por más parcial e “inducida” que fuera y aunque no genere la misma dinámica tipo estallido terminal que en 2002.**

---

## Descontrol fiscal

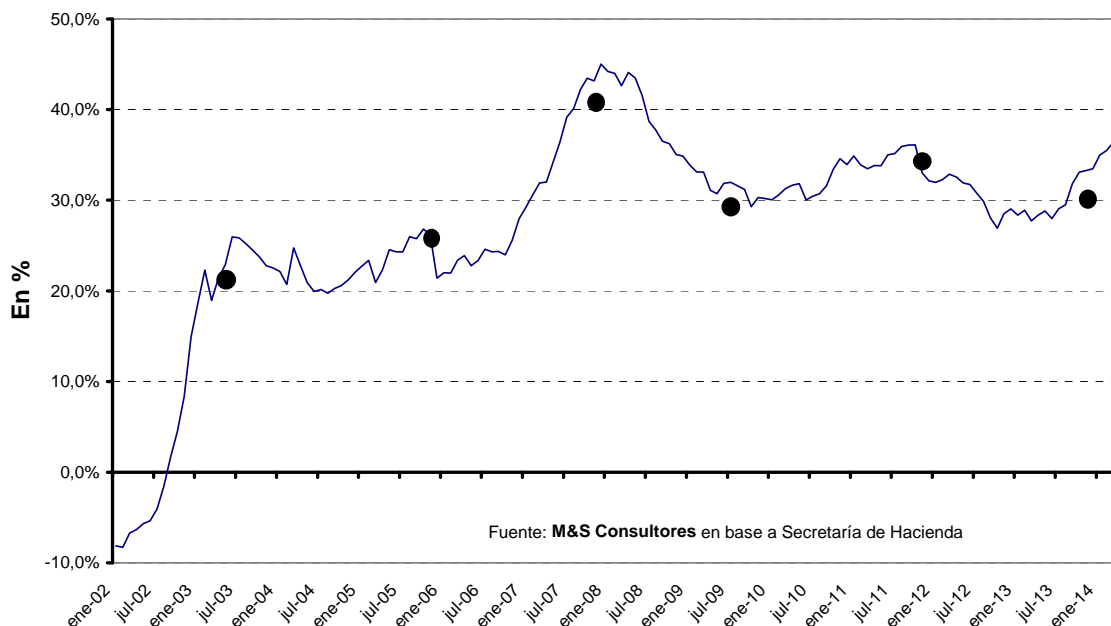
Mientras la mayoría de los focos están concentrados en el frente macroeconómico “externo” (Griesa, mercado cambiario, exportaciones, importaciones de energía, escasez de reservas, puente de financiamiento externo, pagos de deuda en dólares, etc.), **la situación fiscal “interna” se está descontrolando.** Es un descontrol muy peligroso sabiendo que, como insiste permanentemente **OVERVIEW**, el agujero fiscal financiado por el BCRA es la madre de todos los problemas incluidos los del frente “externo”. **El descontrol fiscal reviste casi tanta o más relevancia que el juicio de los “holdouts”.**

**El descontrol se origina en un gasto público que crece en forma explosiva, casi sin límites.** En el primer cuatrimestre de 2014, creció casi 42%

contra igual período de 2013. **Después de la explosión electoral previa a los comicios legislativos de octubre de 2013, el gasto en vez de desacelerarse se aceleró.** Es al revés de lo que ocurrió en oportunidades anteriores: **una aceleración sobre la aceleración.** Luce a todas luces descarriado (ver gráfico 1).

**Gráfico N° 1**

**Variación % anual del gasto primario  
(acumulado últimos 12 meses)**



**No hay licuación por mayor inflación.** Se está confirmando el precedente histórico: nunca con este gobierno el gasto subió menos que la tasa de inflación (ver cuadro 7).

**El único renglón licuado son por el momento las jubilaciones:** el gasto previsional “apenas” subió 33% anual en el primer cuatrimestre. En el otro extremo están los subsidios, que la inflación no los licua sino que los hace subir: crecieron 60% anual. La suba de tarifas de gas no significó un ahorro fiscal sino un incentivo para las empresas del sector.

Cuadro N° 7

**GASTO PÚBLICO E INFLACIÓN**

	<b>Gasto</b> var. % anual	<b>Inflación</b> %	<b>Diferencial</b> pb
2003	22,5	3,7	18,8
2004	22,1	6,1	16,0
2005	21,4	12,3	9,1
2006	27,9	9,8	18,1
2007	45,0	20,1	24,9
2008	34,9	20,7	14,2
2009	30,2	14,8	15,4
2010	33,9	26,8	7,1
2011	32,1	24,2	7,9
2012	29,0	25,2	3,8
2013	33,5	28,8	4,7
2014 (e)	<b>¿36? ó ¿40?</b>	<b>¿38?</b>	<b>?</b>

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

**La explosión del gasto público sepultó la aceleración que registraron los ingresos fiscales.** En el primer cuatrimestre del año subieron 35% anual contra apenas 26% en el segundo semestre de 2013. Pero con el gasto subiendo más de 40%, no hay recaudación que alcance (ver cuadro 8).

Además, **el 35% anual de suba de la recaudación luce un techo en el futuro inmediato.** Se aceleró en la primera parte del año por la devaluación y la mayor inflación. Sin embargo, a medida que este efecto aceleración se diluya empezará a notarse el efecto desaceleración por la contracción de la actividad económica. Es posible que el 35% de crecimiento empiece gradualmente a descender.

## Cuadro N° 8 LA EXPLOSIÓN DEL GASTO PÚBLICO

En millones de \$	PRIMER CUATRIMESTRE			
	2013	2014	Diferencia	
			abs.	var. %
<b>TOTAL GASTO PÚBLICO</b>	<b>203.941</b>	<b>289.226</b>	<b>85.286</b>	<b>41,8%</b>
<b><u>GASTO PRIMARIO NACIÓN</u></b>	<b><u>189.839</u></b>	<b><u>269.556</u></b>	<b><u>79.718</u></b>	<b><u>42,0%</u></b>
Remuneraciones	29.189	40.059	10.870	37,2%
Bienes y servicios	9.886	14.683	4.797	48,5%
Prestaciones de la Seguridad Social	75.805	100.997	25.193	33,2%
Pami, FNE, etc.	8.799	15.064	6.265	71,2%
Subsidios y planes sociales	32.117	50.980	18.863	58,7%
Universidades	7.362	10.088	2.726	37,0%
Otras transferencias	1.761	935	-826	-46,9%
Gasto de capital	14.434	19.342	4.909	34,0%
Otros	10.486	17.408	6.922	66,0%
<b><u>TRANSFERENCIAS A PROVINCIAS</u></b>	<b><u>14.102</u></b>	<b><u>19.670</u></b>	<b><u>5.568</u></b>	<b><u>39,5%</u></b>
Transferencias de capital	9.976	14.475	4.499	45,1%
Otras transferencias corrientes	4.126	5.195	1.069	25,9%

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

**El riesgo de un descontrol fiscal está vigente por doble vía: i) el gasto explotando creciendo 5 / 6 puntos porcentuales por encima de los ingresos y ii) la posibilidad de que la recaudación empiece gradualmente a desacelerarse.**

La escapada del gasto generó del cuatrimestre enero – abril **triplicó el déficit primario**: saltó de \$ 6.200 M a \$ 20.600 M. Lo mismo sucedió con la **emisión de moneda** del BCRA para financiar el agujero fiscal total (el déficit más los pagos de deuda en pesos): pasó de \$ 7.000 M a \$ 24.000 M (ver cuadro 9).

## Cuadro N° 9 DÉFICIT PRIMARIO DEL PRIMER CUATRIMESTRE: SE TRIPLICÓ

\$ MM	Ingresos	Gasto	Déficit primario
2013	197,7	203,9	-6,2
2014	268,6	289,2	-20,6

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

Suponiendo que en la segunda mitad del año el gasto registrara una “desaceleración estadística” porque compara con el altísimo nivel de gasto preelectoral de 2013, el déficit primario igual se duplicaría contra el de 2013: \$ 150.000 M versus \$ 75.000 M. La emisión de pesos para el fisco aumentaría de \$ 95.000 M a más de \$ 150.000 M. Casi toda esta emisión se produciría en los últimos meses del año. **Son números “conservadores” para el déficit y su financiamiento con emisión, casi pisos.** Auguran otro verano movido. Habrá un montón de pesos dando vuelta y el BCRA no dará abasto ni tendrá capacidad para absorberlos.

La combinación del aluvión de pesos en el frente “interno”, la incertidumbre en el frente “externo” por la falta de dólares más la realimentación entre las dos cosas, **preanuncian un verano con reactivación de las tensiones cambiarias e inflacionarias.** Que el gobierno acuerde o no con los “holdouts” será otro de los determinantes del clima en el verano.









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](mailto:estudio@mysconsultores.com) / [www.mysconsultores.com](http://www.mysconsultores.com)