**SOLVENCIA INTERTEMPORAL DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL: ARGENTINA 2004-2016[[1]](#footnote-1)**

Eliana D. Scialabba y Leandro E. Moro[[2]](#footnote-2)

Universidad Argentina de la Empresa (UADE), Facultad de Ciencias Económicas

Departamento de Economía y Finanzas (DEEFI)

**RESUMEN**

El sector público nacional (SPN) argentino en el período analizado ha presentado tres fases diferenciadas: durante los primeros años estudiados, el superávit fiscal permitía cumplir la condición de solvencia intertemporal; las siguientes dos fases presentaron déficit fiscal, financiado con distintas fuentes de financiamiento.

Durante la primera fase posterior a la existencia de superávit fiscal, el SPN continúo incrementando el gasto, financiando el excedente con emisión monetaria; mientras que luego del cambio de gobierno, el financiamiento del déficit fiscal provino del endeudamiento público.

Si bien ambas fuentes financieras generan distintos resultados en las variables reales y nominales de la economía, no se cumple la condición de solvencia intertemporal, por lo que es necesario realizar un ajuste que permita que se cumpla la restricción presupuestaria gubernamental.

Palabras clave: política fiscal, solvencia intertemporal, endeudamiento, señoreaje

JEL: E61, E62, H60

**ABSTRACT**

The argentine national public sector (NPS) in the analyzed period presented three differentiated phases: during the first years studied, the fiscal surplus allowed to fulfill the intertemporal solvency condition; the following two phases presented fiscal deficit, financed with different sources of financing.

During the first phase following the existence of fiscal surplus, the NPS continued to increase spending, financing the surplus with monetary issue; while after the change of government, the financing of the fiscal deficit came from public indebtedness.

Although both financial sources generate different results in the real and nominal variables of the economy, the condition of intertemporal solvency is not fulfilled, reason why it is necessary to make an adjustment that allows that the government budgetary restriction is fulfilled.  
  
Keywords: fiscal policy, intertemporal solvency, indebtedness, seigniorage

JEL: E61, E62, H60

**INDICE**

[1. INTRODUCCION 3](#_Toc491986211)

[2. MARCO TEORICO 3](#_Toc491986212)

[2.1. SOLVENCIA FISCAL 4](#_Toc491986213)

[2.2. ESTADO DEL ARTE 4](#_Toc491986214)

[3. ASPECTOS METODOLÓGICOS 5](#_Toc491986215)

[3.1. MODELO TEÓRICO 5](#_Toc491986216)

[3.2. ESTIMACIONES 7](#_Toc491986217)

[4. RESULTADOS 7](#_Toc491986218)

[4.1. METODOLOGIA 7](#_Toc491986219)

[4.2. VARIABLES ESTIMADAS 8](#_Toc491986220)

[4.3. SITUACION DE SOLVENCIA 9](#_Toc491986221)

[5. CONCLUSIÓN 10](#_Toc491986222)

[BIBLIOGRAFÍA 11](#_Toc491986223)

# **INTRODUCCION**

El “boom” de precios de los *commodities* durante la primera fase del período analizado, dotó al gobierno de turno de recursos tributarios por encima de los obtenidos con los precios internacionales promedio históricos, permitiéndole de esta forma realizar una política fiscal pro-cíclica a través del incremento del gasto público, en un contexto de crecimiento económico.

En este contexto, se incorporaron al presupuesto gastos corrientes permanentes en forma de numerosas transferencias al sector privado, desconociendo que los recursos obtenidos por la expansión en las exportaciones, tanto en precios como en cantidades, habían alcanzado su máximo y tenderían a estabilizarse en un nivel inferior. Proceso acentuado además, por los incentivos de los políticos y burócratas por maximizar el presupuesto con fines electorales (Alesina y Sachs, 1988).

En este punto, la política fiscal contradice la sugerencia de la teoría económica keynesiana: en épocas de expansión del nivel de actividad, se implementaron políticas pro-cíclicas (Martner y Tromben, 2004) que no solo deterioraron fuertemente el resultado de las cuentas públicas, sino que además agregaron volatilidad al ciclo económico.

Esta situación ha llevado, históricamente, a esquemas de evolución no sostenible de las finanzas públicas, los cuales, de manera frecuente, derivaron en un proceso de ajuste económico, tanto fiscal como monetario, que devolviera la solvencia a los gobiernos.

En el contexto presentado, analizaremos el comportamiento del SPN argentino durante el período comprendido entre los años 2004 -2016, debido a que presenta resultados disimiles respecto de la consolidación de su restricción presupuestaria. En este sentido, la evolución de las finanzas públicas, en general, y del resultado fiscal, en particular, a lo largo de los últimos doce años, obligó a las distintas gestiones de gobierno a instrumentar diferentes estrategias de financiamiento, tales como la deuda pública y la emisión monetaria, con el objetivo de cubrir la brecha entre el gasto excedente y la recaudación.

El período seleccionado se debe a la disponibilidad de información estadística y a la posibilidad de examinar la evolución del resultado del SPN y sus fuentes de financiamiento en tres períodos de gobierno diferenciados, analizando la trayectoria de las diferentes fuentes de ingresos como de egresos, tratando de dilucidar durante dichos años el SPN exhibió un desarrollo sostenible de sus cuentas, o por el contrario, enfrentó una situación de insolvencia intertemporal, generando la necesidad de llevar a cabo una corrección fiscal.

Atento a lo descripto, se parte de la hipótesis de que dado el nivel de superávit fiscal, deuda pública, emisión monetaria y tasas de interés, el SPN argentino ha visto deteriorada su situación de solvencia, y a los efectos de recuperar la sostenibilidad en el mediano y largo plazo, deberá reducir su déficit fiscal para encauzar una trayectoria sustentable que no genere distorsiones en las variables micro y macroeconómicas.

No obstante, hay que considerar que, tal como plantean Bi et al. (2013), desde el punto de vista keynesiano, las correcciones fiscales tienden a contraer la demanda agregada, teniendo impactos negativos sobre la producción y el consumo, mientras que los modelos neoclásicos y neokeynesianos, basados en el comportamiento de suavizado del consumo intertemporal, también sugieren que los recortes temporales del gasto público y los aumentos de impuestos reducen la producción, aunque con cierto efecto expansivo del consumo del sector privado, en el caso de recortes de gastos.

# **MARCO TEORICO**

Se define como solvente a aquel agente que en determinado momento del tiempo, es capaz de hacer frente a sus responsabilidades financieras, teniendo en cuenta sus activos y pasivos, y considerando el flujo de ingresos y egresos futuros. De acuerdo a Trapé, se es solvente: *“cuando el valor de sus activos más el valor actual de su flujo de ingresos esperados es igual o mayor al valor actual de sus pasivos más el valor actual de su flujo de gastos esperados”* (Trapé, 2004: 2).

De esta forma, será solvente quien tenga la capacidad de pagar sus deudas, tanto el capital como los intereses, y al mismo tiempo llevar a cabo sus gastos en todo concepto, en el período de tiempo evaluado (Trapé, 2004), para lo cual serán tenidos en cuenta los recursos provenientes de su actividad corriente, sumados a la capacidad de venta de sus activos (Molina y Bengolea, 2012).

## **SOLVENCIA FISCAL**

Extendiendo el concepto de solvencia al sector público, la literatura analiza al sector público como si éste fuera un agente más, con características especiales. En general, el análisis de solvencia del gobierno comienza con la identificación de su restricción presupuestaria intertemporal, la cual proporciona la conexión entre los ingresos y egresos del gobierno (Agenor y Montiel, 1996).

Debe destacarse que ya economistas clásicos como Thornton (1802) y Bagehot (1873) entendieron que una función importante de los pasivos del sector público es la provisión de liquidez en tiempos de crisis financiera.

Sin embargo, la relación entre las fuentes de ingreso y de egreso como variable explicativa de la solvencia fiscal data de mediados del siglo pasado. Para Domar (1944), la no corrección del déficit fiscal en el largo plazo, generará un aumento permanente en la carga de la deuda, por lo que para afrontar éstas obligaciones, el gobierno deberá, eventualmente, elevar la presión impositiva.

Si bien bajo estas condiciones, se podría esperar que se cumpla la equivalencia ricardiana, en los países en desarrollo no se cumple, debido a las restricciones que no permiten a los mercados financieros absorber la deuda gubernamental, por lo que el banco central debe financiar el déficit fiscal de manera pasiva, bajo un esquema de dominancia fiscal (Agenor y Montiel, 2000). En este contexto, se exacerba la “aritmética desagradable” de Sargent y Wallace (1981).

Por otra parte, existe en la literatura una conexión permanente entre los conceptos de solvencia y sostenibilidad. No obstante, antes de avanzar en el análisis de la relación entre ambos, definimos que la sostenibilidad indica la posibilidad de los hacedores de política económica de continuar a futuro con determinada estrategia fiscal. De acuerdo a Pereyra: *“en particular, una política fiscal será sostenible en el mediano plazo siempre que el gobierno pueda aplicar un conjunto de medidas presupuestarias bajo determinados supuestos de tal manera que logre, por ejemplo, mantener el stock de deuda constante”* (Pereyra, 2009: 1).

De acuerdo a Azariadies (2016), la deuda pública no sólo puede generar una importante fuente de liquidez en economías que enfrentan escasez de crédito privado, sino también puede incorporar una alta volatilidad debido a las expectativas que se formen en el mercado de bonos. En este contexto, el autor plantea que el gobierno debe equilibrar la provisión de liquidez suficiente contra el riesgo de expectativas adversas con respecto a los futuros precios de la deuda cuando la liquidez privada se ha agotado.

## **ESTADO DEL ARTE**

El problema de la solvencia en base a la sostenibilidad de la deuda pública aparece como central en numerosos autores, como Blanchard (1990), Blanchard, et al. (1990) y Buiter (1985); mientras que según Huang y Xie (2008), la sostenibilidad de la política fiscal radica en mantener estable en el tiempo el ratio entre deuda pública y PBI.

Es frecuente que en el análisis de solvencia fiscal se utilice la metodología sugerida por Blachard (1990), en la cual se define a la política fiscal como sostenible en tanto la deuda en términos reales no presente un incremento superior a la tasa de interés real, y equivalentemente, que el ratio deuda / PBI no exhiba mayor velocidad de expansión que el de la tasa de interés real sobre la tasa de crecimiento del ingreso (Molina et al., 2011).

Debido a los problemas de endeudamiento público de la Eurozona, se han realizado numerosos análisis de solvencia fiscal, sobre todo en los países periféricos, tales como el estudio de Trachanas y Katrakilidis (2013), en el que hallan, a partir de estudios econométricos, que (i) los déficits fiscales son débilmente sostenibles en el largo plazo, (ii) se apoya la hipótesis de gastos e impuestos y (iii) el proceso de ajuste presupuestario es asimétrico en Italia y España. Asimismo, Simon (2015), analiza empíricamente la evolución fiscal en la Unión Europea en los últimos tres decenios, utilizando la restricción intertemporal de solvencia, para analizar si las deudas públicas de la Unión Europea son sostenibles, demostrando que algunos países de la UE podrían encaminarse hacia una crisis de deuda y fiscal, que podría degenerar en una crisis bancaria similar a la crisis argentina de 2001, a menos que se introduzcan oportunamente medidas de ajuste fiscal / austeridad en un futuro próximo.

Por otra parte, algunos estudios econométricos como el caso de Esteve, Fernández y Tamarit (1993), incorporan a la restricción presupuestaria de su investigación, la posibilidad de financiamiento del gobierno a través de la emisión monetaria. Gran parte de la literatura está de acuerdo sobre el señoreaje como un método de obtener recursos genuinos para solventar déficit fiscales, dejando de lado la mención sobre sus efectos nocivos sobre la economía (Agenor y Montiel, 2000).

En el escenario descripto, Montiel (2003) formula un modelo de solvencia intertemporal en el cual plantea una restricción presupuestaria que incorpora la restricción del banco central, en su rol como financiador parcial (y pasivo) de los déficits del Tesoro, en un esquema de dominancia fiscal, explicando, además, los movimientos de la base monetaria en función de ello. Este comportamiento implica que el banco central pierde su autonomía en su objetivo del cuidado del valor de la moneda a los efectos de dotar al Tesoro de recursos líquidos para cubrir sus gastos (Lozano y Herrera, 2008).

En tanto, Bianconi y Fischer (2014), muestran que una economía abierta que el impuesto sobre la renta del capital o una combinación de gasto tributario o gasto gubernamental por sí solo puede equilibrar la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno a largo plazo; aunque para los autores los resultados dependen de manera crítica de la magnitud de la distorsión de los flujos de capital que ha provocado el aumento de la oferta de deuda.

Éste último planteo es el que se seguirá a lo largo de toda la investigación, teniendo en cuenta el periodo y el país a analizar, visto que se parte de la hipótesis de que los desajustes fiscales han sido cubiertos, en buena medida, a través de la emisión monetaria por parte del banco central, dada la imposibilidad del gobierno de colocar deuda a tasas convenientes, aspecto revertido luego de la renegociación con los *holdouts*.

# **ASPECTOS METODOLÓGICOS**

El análisis de solvencia del gobierno comienza con la identificación de su restricción presupuestaria intertemporal, la cual proporciona la conexión entre los ingresos y egresos del gobierno (Agenor y Montiel, 1996).

Dado que bajo la existencia de déficit fiscal esta no se cumple, deben buscarse fuentes de financiamiento alternativas: endeudamiento o emisión monetaria.

Debido a que durante parte importante del período analizado, el SPN argentino se encontraba en *default*, era muy costoso y casi imposible financiarse a través de endeudamiento, por lo que lo hizo a través de emisión de dinero, perdiendo una herramienta de política económica. En este punto, gran parte de la literatura está de acuerdo sobre la posibilidad de utilizar el señoreaje como un método de obtener recursos genuinos para solventar déficit fiscales, dejando de lado la mención sobre sus efectos nocivos sobre la economía (Agenor y Montiel, 2000).

## **MODELO TEÓRICO**

El modelo teórico que se utilizará es el planteado por Montiel (2003), en el que formula un modelo de solvencia intertemporal en el cual plantea una restricción presupuestaria que incorpora la restricción del banco central, en su rol como financiador parcial de los déficits del Tesoro, en un esquema de dominancia fiscal explicando además, los movimientos de la base monetaria en función de ello.

La ecuación a analizar es:

**ps´ + sgn = (r – g).d(0)**

Donde el lado izquierdo de la ecuación representa el valor permanente y sostenible de la suma del resultado primarios ajustado y de los ingresos por señoreaje. De acuerdo a esta ecuación, los pagos de cada período pueden quedar por debajo del interés real acumulado sólo en la medida en que el crecimiento económico permita que la relación deuda / PBI permanezca sin cambios bajo nuevos préstamos.

Esto último también implica que la evolución del ratio deuda / PBI a través del tiempo se mantenga estable, en tanto la parte derecha de la ecuación sea igual a cero. Por lo tanto:

* Si **ps´ + sgn = (r – g).d(0)**, la condición de solvencia del sector público se cumple, lo que indica que todos los ingresos por sobre los gastos del sector público se utilizan para cubrir la carga de deuda.
* Si **ps´ + sgn > (r – g).d(0)**, el gobierno está haciendo pagos a los acreedores de manera más que suficiente de cubrir los pagos de intereses que mantengan el ratio deuda / PBI constantes, de modo que el ratio debe caer, por lo que la condición de solvencia del sector público es una desigualdad de la forma **(ps´ + sgn) / (r– g)>d(0)**.
* Si **ps´ + sgn < (r – g).d(0)**, los recursos que el gobierno esta transfiriendo a los acreedores no son suficientes para servir la deuda a valores de mercado, por lo que el stock de deuda está subiendo más rápido que el PBI. En este caso, si **ps´ + sgn** se mantiene sin cambios, el sector público es insolvente.

GRAFICO 1: CONDICION DE SOLVENCIA DEL SECTOR PÚBLICO

Δd

(r-g)>0

Δd

d

d1\*

d0\* 🡪 tasa de endeudamiento máximo

-(ps1’+sgn1)

-(ps0’+sgn0)

Se supone entonces, que, dada una situación inicial, donde el resultado primario y el señoreaje son ps0 y sgn0 respectivamente y el stock de deuda es d0\*, el gobierno reduce permanentemente el resultado primario ajustado, hasta ps´1. ¿Cuáles son las opciones de financiamiento?: una posibilidad es imprimir dinero para financiar el déficit; alternativamente el gobierno podrá pedir prestado para financiar el mayor déficit, si es solvente en la situación inicial, aunque no podrá financiar permanentemente este déficit de ésta manera, dado que si intentara hacerlo, el ratio deuda/PBI crecería de manera constante.

Por lo tanto, si se asume que el incremento en el déficit fiscal es permanente, el gobierno no tendrá otra alternativa imprimir dinero; y una vez que la deuda se empieza a acumular, el endeudamiento debe ser más mayor al inicial.

Este es el planteo que se seguirá a lo largo del trabajo, visto que se parte de la hipótesis de que los déficit fiscales han sido cubiertos varios años mediante la emisión monetaria por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA), mientras que a partir del cambio de gestión se pasó a un esquema de endeudamiento público, también insostenible desde el punto de vista de la solvencia.

## **ESTIMACIONES**

De acuerdo a la ecuación a estimar, se confeccionarán las series correspondientes al resultado primario ajustado del SPN, el señoreaje, la tasa de interés ajustada por prima de riesgo y expectativas de devaluación, la tasa de crecimiento del producto y la tasa de endeudamiento óptimo.

Una vez obtenidas estas series, se calculará, a partir de la ecuación presentada en el apartado previo, el desvío del stock de deuda y el nivel de endeudamiento de su trayectoria óptima para el cumplimiento de la solvencia intertemporal. De esta forma, se podrá estimar si es necesario realizar un ajuste fiscal para que el SPN vuelva a ser solvente en el largo plazo.

Las mencionadas estimaciones se realizarán para el período bajo estudio, utilizando estadísticas oficiales de las fuentes de información que se mencionan a continuación.

# **RESULTADOS**

De acuerdo al modelo presentado previamente, y utilizando los datos estadísticos de la sección anterior, se estiman los resultados para la economía argentina para el período bajo estudio. En primer lugar se describe la metodología de estimación de las variables a analizar y sus fuentes de información, las cuales se detallan a continuación, para luego realizar el análisis de solvencia.

## **METODOLOGIA**

A continuación se presenta como se estimaron las variables, ya que las definiciones de Montiel (2003), en algunos casos, no corresponden a la información tal como las presentan las fuentes oficiales de estadísticas. Estas correcciones, en caso de ser necesario, se realizan para mejorar los resultados de la estimación.

* **ps´**: se estimó en base a información de Ministerio de Hacienda de la Nación e INDEC, dividiendo el resultado primario corregido por pago de intereses (resultado fiscal) por el PBI nominal, ambos medidos en millones de pesos corrientes.
* **sgn**: se calculó en base a información del INDEC y del BCRA, de acuerdo al modelo de Montiel (2003), el cual lo define como **sgn= (π+ g).m**, donde:
  + **π**: es la tasa de variación del índice de precios implícitos del PBI[[3]](#footnote-3);
  + **g**: es la tasa de variación del PBI constante (año base 2004).
  + **m**: es la tasa de variación de la base monetaria.

En todos los casos se trata de totales anuales.

* **r**: la tasa de interés se calculó en base a información de la Reserva Federal y JP Morgan, a través de la ecuación **r = i\* + ϕ** (prima de riesgo), donde;
  + **i\***: es la tasa de interés de referencia de los bonos libres de riesgo de los Estados Unidos;
  + **ϕ**: es la suma del indicador EMBI más el riesgo país de Argentina.
* **d(0)**: se utilizó el ratio deuda / PBI publicado por el Ministerio de Finanzas.

## **VARIABLES ESTIMADAS**

Tras incorporar los datos expuestos en el apartado anterior, en el siguiente cuadro se presentan las variables estimadas relevantes para el análisis, las cuales exhiben desempeños muy volátiles.

Analizando la información que se presenta en el cuadro 1, se observa que los recursos de señoreaje (sgn) muestran una tendencia al alza. Al mismo tiempo que las cuentas fiscales se deterioraban, el gobierno recurría a ésta fuente de financiamiento para solventar el exceso de sus gastos por encima de sus recursos, de manera tal que para el 2004, éstos representaban el 2,0% del PBI, mientras que para el 2016 estos casi se habían duplicado, alcanzando el 3,9%.

En línea con lo mencionado, el resultado primario ajustado (ps´) no sólo ha mostrado un cambio de signo durante entre 2004 y 2016, sino también un creciente empeoramiento en términos de la producción: mientras que en 2004 el superávit representó 2,4% del PBI, en 2016 el excedente de gasto sobre los ingresos primarios fue de 5,9%.

CUADRO 1: SOLVENCIA FISCAL – VARIABLES ESTIMADAS



Fuente: elaboración propia en base a BCRA, INDEC, Ministerio de Hacienda, US Federal Reserve, JP Morgan.

El creciente incremento del gasto público no pudo ser alcanzado con la tasa de crecimiento de los ingresos, principalmente tributarios, lo cual generó la necesidad de financiamiento alternativo: mientras el resultado primario ajustado exhibía signo positivo, el ratio de deuda / PBI, tendía a la baja, situación que se revirtió a partir del año 2011, donde éste se estabilizó para luego mostrar una tendencia a la suba.

En tanto, la situación de la deuda pública se deduce de lo mencionado. Un shock positivo en los términos de intercambio (Catalano, 2015) como determinante del crecimiento económico, así como la renegociación de la deuda con los organismos internacionales y bonistas privados, generó un resultado primario favorable, lo que posibilitó al gobierno reducir el ratio de endeudamiento, de manera tal que durante los primeros años estudiados, la misma muestra un claro retroceso. A partir del año 2011 la tendencia se revirtió, y el proceso de endeudamiento se aceleró, principalmente en los dos últimos años, donde se produjo el cambio de gestión de gobierno, y con él la estrategia de financiamiento.

En consistencia con lo propuesto inicialmente, luego de la crisis del 2001 – 2002, Argentina retomó el camino del crecimiento, impulsado por un fuerte shock externo de términos de intercambio. El stock de deuda acumulado, de proporciones mayores al total del PBI, el cual provocó la cesación de pagos en ese período, comenzó a disminuir, lo que permitió posteriormente recurrir al empréstito como método de financiamiento de un déficit fiscal creciente, producto del acelerado incremento del gasto público.

## **SITUACION DE SOLVENCIA**

A partir de lo analizado en el apartado 3.1, la situación de solvencia se verificará cuando se cumpla la siguiente condición: **ps´ + sgn > (r – g).d (0).**

En otras palabras, cuando los recursos gubernamentales (resultado primario ajustado y señoreaje) sean, al menos, tan grandes como las obligaciones de pago, la economía será intertemporalmente solventes.

Debe tenerse en cuenta que los pagos de los intereses de deuda son netos del crecimiento económico, ya que una aceleración en el ritmo de expansión del nivel de actividad, podría permitir al gobierno repagar la deuda con los recursos generados por un alza del producto.

CUADRO 2: SOLVENCIA FISCAL – RESULTADOS DEL MODELO



Fuente: elaboración propia en base a BCRA, INDEC, Ministerio de Hacienda, US Federal Reserve, JP Morgan.

Así, dado el alto nivel de endeudamiento, en los años iniciales del análisis el SPN mostraba una situación de insolvencia ya que, si bien las cuentas fiscales exhibían un resultado positivo, las altas tasas de interés reales, producto de la cesación de pagos de la deuda, hacían a las obligaciones de pago difíciles de afrontar.

A partir del año 2006, la renegociación de la deuda con los organismos multilaterales de crédito y parte importante del sector privado tenedor de bonos, sumado a las altas tasas de crecimiento económico, y un resultado primario ajustado positivo, generaron la reversión de la situación inicial, posibilitando una estrategia fiscal sostenible, de mantenerse tales condiciones y trayectorias de las variables macroeconómicas.

Sin embargo, la instrumentación de planes de estímulo a la demanda agregada, y la consolidación de los programas de redistribución del ingreso comenzaron disminuir el excedente fiscal. La crisis financiera internacional de 2008 generó, además, un aumento en las tasas de interés a las que se financiaban los países emergentes, lo cual, si se tiene en cuenta el problema de la economía y el comercio internacional, dado que el shock financiero afectó a la economía en términos reales, se observa una caída en el nivel de actividad. Ésta suma de factores provocó el retorno a la situación de insolvencia del SPN, lo cual hubiera ameritado el replanteo de la estrategia de gasto público.

En lo sucesivo, salvo durante el año 2010, donde del crecimiento del nivel de actividad fue del 10,1%, explicado en parte importante por el rebote de la contracción del 5,9% del año previo - con su consecutiva recuperación en la recaudación impositiva -, el gobierno acentuó el proceso del deterioro de las cuentas fiscales, a pesar del aumento permanente de la presión impositiva, la cual alcanzó niveles de máximos históricos (Capello, Grión y Degiovanni, 2016).

En este sentido, el uso de la emisión monetaria como fuente de financiamiento no resultó suficiente para enfrentar las nuevas obligaciones, generando una situación en la que el gobierno nacional no volvería a recuperar su condición de solvencia hasta el final del período estudiado.

# **CONCLUSIÓN**

De acuerdo a la información analizada, pueden distinguirse dos etapas en cuanto a la conducta fiscal en el período estudiado, la primera caracterizada por superávit fiscal y crecimiento económico (contra-cíclica) y una segunda donde se incrementó de manera sistemática el déficit primario ajustado, sin una correlación clara con el nivel de actividad (López, 2012).

A pesar de unos primeros años donde en épocas de crecimiento económico, el resultado fiscal fue positivo, la tendencia se revirtió. La expansión fiscal llevada a cabo en condiciones de recuperación cíclica potenció el nivel de actividad aportándole una gran volatilidad, a costas del creciente gasto público.

Una parte del deterioro de la situación fiscal puede explicarse a través de la teoría del “ciclo político”. Muestra de ello, se observa que el resultado primario ajustado promedio en años impares es inferior al de los años pares, lo que implica que la brecha entre gasto del sector público y sus ingresos fue superior, en promedio, en aquellos años donde las elecciones presidenciales y de término medio tuvieron lugar.

Por otro lado, el incremento de la participación del estado sobre el PBI mediante políticas de transferencia al sector privado condujo a la situación actual donde los recursos necesarios para estabilizar el ciclo económico no pudieron ser ahorrados en épocas de crecimiento, de forma tal que desde el año 2011 Argentina exhibe un crecimiento acumulado de su producto interno prácticamente nulo, a pesar del fuerte estímulo fiscal.

La fragilidad de la situación radica además en la composición del gasto. La expansión del gasto público ha tenido un fuerte sesgo en materia de gasto social y subsidios económicos (Lavigne y Bove, 2014), lo cual ha llevado al país ser uno de los países que más gasta respecto de su PBI de la región.

Un gasto dirigido principalmente en asuntos corrientes (Granado, 2013) requiere un ingreso constante para ser sostenido, y tanto el financiamiento con emisión como con endeudamiento, da lugar un esquema Ponzi, donde los nuevos pedidos de financiamiento se dirigen en buena medida a pagar obligaciones de deuda pasadas.

En el mismo sentido, el excesivo uso del los recursos de señoreaje como fuente de financiamiento (Scialabba y Carpineti, 2013), dada la limitación de acceso a los mercados de crédito internacionales - producto de la situación de cesación de pagos - provocó la necesidad de alternar la fuente de recursos financieros, y obligó el pago a los acreedores internacionales para retornar al proceso de endeudamiento público.

El cambio de signo político en la gestión de gobierno no solo no modificó la estructura de las finanzas públicas, sino que acentuó el déficit fiscal. La recaudación tributaria, afectada por la contracción del nivel de actividad sumado a la quita de retenciones a las exportaciones para determinados bienes, determinó un 2016 con una situación fiscal endeble, lo cual sugiere una fuerte limitación al momento de llevar a cabo políticas fiscales.

En consecuencia, luego de llevar a cabo el análisis propuesto como objetivo de trabajo, los resultados obtenidos arrojan evidencia a favor de la hipótesis inicial, sobre la insolvencia del SPN, de tal manera que la estructura de gasto será sostenible en tanto se generen los influjos de capitales necesarios para financiar el exceso de gasto del sector público, lo cual estará sustentado en la confianza de los acreedores en que el SPN pueda hacerse cargo de sus obligaciones de deuda.

En ese contexto, existe la posibilidad de que los acreedores del gobierno no perciban la intención de llevar a cabo un ajuste, lo que significaría que el gobierno no fuera capaz de generar los flujos de fondos suficientes para el pago de sus servicios de deuda y consecuentemente, se vuelva a declarar en default. Esto llevaría a que los inversores dejen de prestar al SPN y se incurra en una crisis de financiamiento, de similares características a la del 2001 – 2002.

Por lo tanto, la postergación del ajuste fiscal en el corto plazo, requerirá un ajuste de mayor tamaño en el futuro dado que la suma servicios de deuda obligará a generar una diferencia mayor entre ingresos y gastos para afrontar a los mismos (Montiel 2003), por lo que constituye una estrategia de estabilización es temporal.

Es menester mencionar, el endeudamiento como alternativa de emisión monetaria con fines de reducción de la inflación, en el mediano o largo plazo, de no corregirse la brecha fiscal, generará más emisión e inflación futura (Sargent y Wallace, 1981).

Para concluir, a pesar de lo inflexible que resulte el gasto a la baja, el ajuste fiscal es ineludible. La dinámica de deterioro de las cuentas fiscales tanto en años de crecimiento como de recesión, han producido una situación de insostenibilidad de la deuda pública, la cual deja solo una alternativa de corrección.

El proceso de recuperación de solvencia entonces, puede ser llevado de dos maneras diferentes. O se encamina hacia un proceso de reducción voluntaria, donde la reducción de gasto sea planificada, o por el otro lado, donde los acreedores del gobierno noten la imposibilidad futura del SPN de hacer frente a los compromisos de deuda y decidan interrumpir los flujos de capitales, lo que llevará a un ajuste obligado en el corto o en el largo plazo.

# **BIBLIOGRAFÍA**

Agénor, R., Montiel, P., (2000), *La macroeconomía del desarrollo*, 2a ed. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica, 941 p. ISBN: 97-8968165-474-0.

Alesina, A., Perotti, R., (1994), “The Political Economy of Budget Deficits”, NBER Working Paper No.4637.

Alesina, A., Tabellini, G., (1990), “A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt”. Review of Economic Studies, Vol. 57, pp. 403-414.

Aráoz, M., et al., (2006), “Fiscal Sustainability and Crises. The Case of Argentina”, Asociación Argentina de Economía Política.

Azariadis, C., (2016), “A Taylor Rule for Public Debt”, Review, Vol. 98, Issue 3, pp. 227-38, 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2839194>

Bagehot, W., (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London: Henry S. King,

Bi, H., Leeper, E. M. and Leith, C. (2013), “Uncertain Fiscal Consolidations”. Econ J, 123: F31–F63. doi:10.1111/ecoj.12011

Bianconi, M. and Fisher, W. H. (2014), “Intertemporal Budget Policies and Macroeconomic Adjustment in Indebted Open Economies”. Review of International Economics, 22: 116–130. doi:10.1111/roie.12100

Blanchard, O., (1990), “Suggestions for New Set of Fiscal Indicators”; OECD Economic Department Working Papers, No. 79, OECD Publishing, pp.23

Capello, Grión y Degiovanni, (2016), “Argentina entre los países con mayor carga fiscal sobre empresas”, Revista Novedades Económicas, IERAL, Año 38 - Edición Nº 854 – 22 de Enero.

Domar, E., (1944), “The ´Burden of the Debt´ and the National Income”, The American Economic Review Vol. 34, No. 4 , December, pp. 798-827

Huang, H., Xie, D., (2008), “Fiscal Sustainability and Fiscal Soundness”, Annals of Economics and Finance 9-2, 239–251.

Lozano, I., Herrera, M., (2008), “Dominancia Fiscal versus Dominancia Monetaria: Evidencia para Colombia, 1990-2007”, Borradores d Economía, No. 485-2008, Banco de la República de Colombia.

Lucas, R., (1986), “Principles of Fiscal and Monetary Policy”, Journal of Monetary Economics, Vol. 17, pp. 117-134.

Martner, R., Tromben, V., (2004), “La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y el “pecado original”, Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social. Área de Políticas Presupuestarias y Gestión Pública. Santiago de Chile, junio.

Mendoza, E., Oviedo, P., (2006), “Fiscal Policy & Macroeconomic Uncertainty in Developing Countries: The Tale of the Tormented Insurer”, NBER Working Paper 12586.

Mendoza, E., Oviedo, P., (2009), “Public Debt, Fiscal Solvency & Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico,” Economía Mexicana, Nueva Epoca, vol. XVI I, No. 2, Second semester.

Montiel, P., (2003), *Macroeconomics in Emerging Countries*, Cambridge University Press,. ISBN 0-521-78060-8.

Molina, R., Bengolea, Y., (2012), “Deuda pública y solvencia fiscal: el caso de la provincia de Mendoza”, Asociación Argentina de Economía Política. XLVII Reunión Anual Noviembre.

Pereyra, J., (2009), “Sostenibilidad de la Política Fiscal: Una Simulación de la Restricción Presupuestaria”, Revista de Estudios Económicos, Banco Central de Reserva de Perú.

Sargent, T., Wallace, N., (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. <http://research.mpls.frb.fed.us/research/qr/qr531.pdf>

Scialabba, E., Carpineti, M., (2013), “Señoreaje e Impuesto Inflacionario en Argentina 2003 – 2012”. XXVII Jornadas Anuales de Economía, Banco Central de Uruguay. Montevideo, Uruguay, Octubre.

Simon, N., (2015), “Sustainability of budget deficits and public debts in selected European Union countries”, The Journal of Economic Asymmetries, Volume 12, Issue 1, 2015, Pages 1-21, ISSN 1703-4949, http://dx.doi.org/10.1016/j.jeca.2014.10.002.

Thornton, H., (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. London: J. Hatchard.

Trachanas, E., Katrakilidis, C., (2013), “Fiscal deficits under financial pressure and insolvency: Evidence for Italy, Greece and Spain”, Journal of Policy Modeling, Volume 35, Issue 5, 2013, Pages 730-749, ISSN 0161-8938.

Trapé, A., (2004), “¿De qué hablamos cuando hablamos de solvencia fiscal?”, Apunte de Cátedra, Política Económica Argentina, UNCuyo-FCE, pp. 22.

1. Trabajo elaborado para las 50° Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina. 20, 21 y 22 de septiembre de 2017. Versión preliminar. [↑](#footnote-ref-1)
2. Dirección postal: Lima 775, C1073AAO, CABA. Correo electrónico: [escialabba@uade.edu.ar](mailto:escialabba@uade.edu.ar), [lmoro@uade.edu.ar](mailto:lmoro@uade.edu.ar) Teléfono: +5411 4000-7600. [↑](#footnote-ref-2)
3. No se utilizó el Índice de Precios al Consumidor (IPC), debido a la intervención del instituto de estadísticas a partir de 2007. A fin de tener una evolución de precios entre 2004 y 2016, se calculó el índice de precios implícitos (IPI) del PBI realizando el cociente del PBI nominal y real, el cual fue utilizado como variable proxy de la inflación. [↑](#footnote-ref-3)