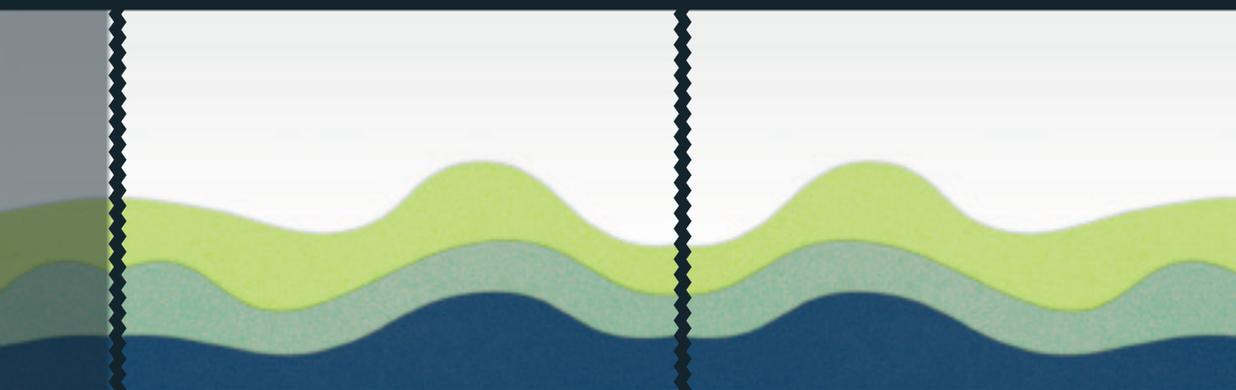


SITUACIÓN FISCAL Y FINANCIERA DE LAS ÚLTIMAS DOS GESTIONES



Ernesto Frugoli y Juan Pablo Pascual

Mayo 2020

cece

La situación fiscal y financiera de las dos últimas Administraciones en Argentina.

Lic. Ernesto A. Frugoli¹

Lic. Juan Pablo Pascual²

Introducción.....	2
Situación fiscal del Sector Público Nacional.....	3
Situación fiscal de los Gobiernos Subnacionales	6
Situación Fiscal consolidada Nación – Provincias.....	13
Saldo Comercial	16
Reservas Internacionales	18
Conclusiones.....	22

MAYO 2020

¹ Licenciado en Economía (UB), Especialista en Análisis Financiero (UB), Especialización en Administración Financiera del Sector Público (UBA), Maestrando en Auditoría Gubernamental (UNSM).

² Licenciado en Economía (UTDT).

Introducción

El objetivo de este trabajo es analizar el plano fiscal y financiero del Sector Público Nacional bajo las dos últimas administraciones de nuestro país. Se trata de exponer a grandes rasgos la herencia de las cuentas públicas que recibió el gobierno del ex presidente Mauricio Macri, su evolución y los resultados finales al concluir su mandato.

En primer lugar, haremos un comentario diferenciando al déficit global del estrictamente fiscal primario. Realizaremos una serie temporal de estos resultados a lo largo de las dos últimas administraciones como porcentaje sobre el Producto Bruto Interno (PBI). Luego detallaremos lo sucedido en la última administración de Gobierno con los datos que se encuentran publicados por el Ministerio de Economía³.

También ampliaremos el análisis a los gobiernos provinciales en su conjunto. Es decir, que complementamos el análisis fiscal con una comparación de las dos herencias tanto del plano global nacional como el consolidado con las provincias.

Para profundizar el análisis detallaremos lo sucedido en los últimos años respecto a los ingresos, los gastos, y la situación fiscal y financiera de las provincias, para poder explicar y entender en mayor profundidad la situación fiscal consolidada.

Al analizar las necesidades de financiamiento del país, vemos necesario también informar sobre la situación de la balanza comercial en estos últimos años y su impacto sobre el déficit o superávit externo. Detallaremos aquí, en una exposición temporal, la situación de la Cuenta Corriente como porcentaje del PBI.

Por último, es relevante destacar la situación del estado de las Reservas Internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA), pues al fijar una determinada política monetaria y cambiaria, es vital conocer el estado de las reservas del BCRA y su disponibilidad para afrontar distintas coyunturas.

³ Los datos fiscales de la Administración Nacional son al 31/12/19 y los referidos a las provincias hasta el 31/12/2018. Los referidos al año 2019 del conjunto de Gobiernos Subnacionales fueron estimados a partir de la proyección que realizó el Ministerio de Economía en su balance de gestión 2015-2019.

Situación fiscal del Sector Público Nacional

Las últimas cuatro administraciones (Néstor Kirchner, Cristina Fernández I, Cristina Fernández II y Mauricio Macri)⁴ enfrentaron, atravesaron y gestionaron distintas situaciones fiscales. A comienzos de la administración Kirchner, producto del ajuste realizado por la previa salida del régimen de convertibilidad cambiaria, la situación fiscal heredada era superavitaria, y juntamente con una reactivación de la economía logró que los ingresos crezcan y superaran en gran medida a la expansión del gasto público que comenzó en aquella época con fines de disminuir los altos índices de desigualdad social producto de la crisis.

Esa bonanza fiscal se mantuvo hasta el año 2008. Si bien el déficit fiscal primario comienza a darse en el año 2011 (ver gráfico 1), ya en el 2008 comienzan a visualizarse los resultados de una política expansionista y demasiado procíclica aún en años donde la actividad había mejorado de forma considerable.

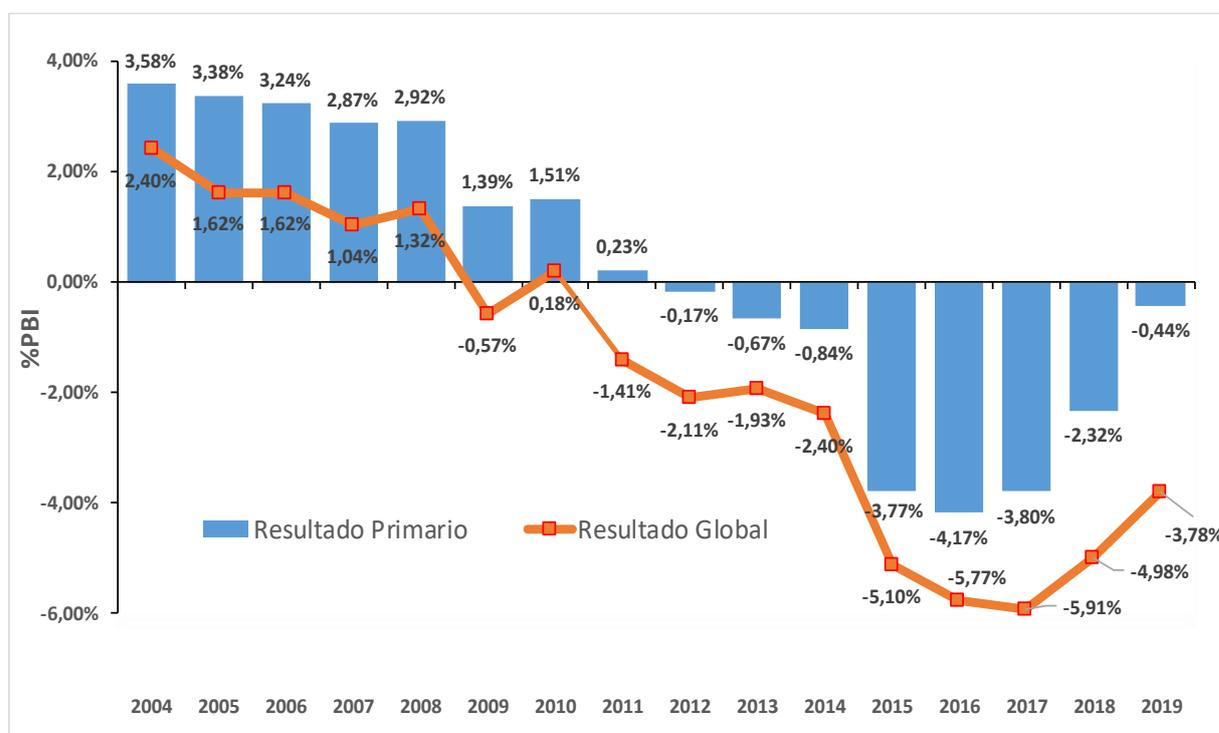
Más tarde, en el segundo mandato de la ex presidenta Cristina Fernández, la economía empieza a mostrar signos de fatiga, pues ya no se cuentan con las ventajas internacionales de los primeros años y el gasto crece exponencialmente. Se conjugan efectos contrarios a los de la primera administración: por un lado, al disminuir el nivel de actividad, la recaudación cae y, a su vez, se continúa con una política fiscal creciente. Es así como en 2012 se produce el primer déficit fiscal primario que logra representar el 0,17% del PBI. El déficit global o financiero por supuesto que es mayor debido a que se incorporan los intereses que se pagan por los servicios de la deuda (2,11% del PBI).

A partir de ese año 2012, tanto el plano financiero como fiscal primario no volvieron a arrojar valores positivos, generando un gran problema para las cuentas públicas del país, ya que para cubrir el déficit fiscal se comenzaron a tomar medidas como la emisión monetaria o la colocación de obligaciones negociables en el mercado (pocas pues el Gobierno argentino no gozaba con buenas posibilidades en el mercado financiero externo debido a su problema con los conocidos Holdouts) lo que empeoraron aún más las cuentas públicas, además de que tampoco

⁴Néstor Kirchner (25 de mayo de 2003 al 10 de diciembre de 2007, Cristina Fernández (10 de diciembre de 2007 al 10 de diciembre de 2011 y su segundo mandato fue del 10 de diciembre de 2011 al 9 de diciembre de 2015), Mauricio Macri (10 de diciembre de 2015 al 10 de diciembre de 2019).

se reparó en el nivel del gasto público, como fueron los incrementos en los subsidios económicos.

Gráfico 1: Resultado Primario y Global de las últimas tres administraciones.



Fuente: elaboración propia en base a las estadísticas fiscales del Ministerio de Economía.⁵

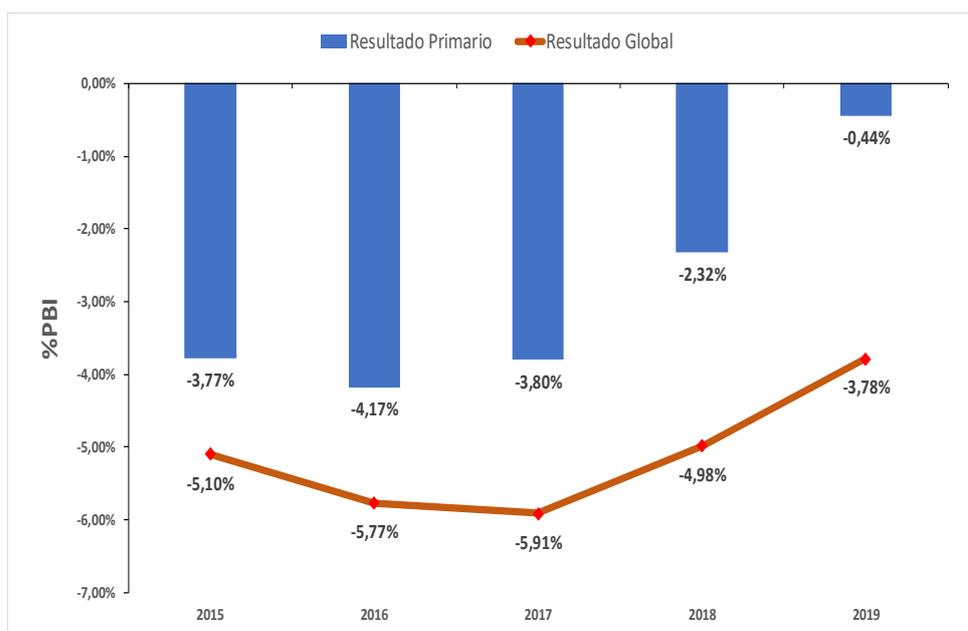
Es así como llegamos a la administración de Macri, con un déficit global de 5,1% del PBI y un déficit fiscal primario el 3,77% del producto, heredados de su antecesora.

En sus dos primeros años de Gobierno, la administración Macri adoptó el camino hacia la consolidación fiscal de manera gradualista, no obstante, el resultado fiscal empeoró por la caída en la actividad y consecuentemente por la caída en la recaudación. El plan inicial fue ajustar gradualmente el gasto, y se preveía que una vez abiertos los mercados financieros internacionales permitieran sobrellevar la situación fiscal negativa. El objetivo era lograr la consolidación fiscal con un crecimiento que produjera que los ingresos ascendieran en términos reales mientras que el gasto se mantuviera constante en esos términos.

⁵ El resultado global o financiero es el resultado primario adicionando los pagos de intereses efectuados por los servicios de la deuda pública. Todos los resultados son informados al cierre de cada año.

Al final del mandato del ex presidente Macri se logra una reducción del déficit primario alcanzando un 0,44% del PBI. Si lo comparamos con la situación que heredó la administración Macri, un déficit de 3,77% del PBI, hubo una reducción de 3,33 puntos porcentuales en términos del producto.

Gráfico 2: Resultado primario y global de la administración Macri.

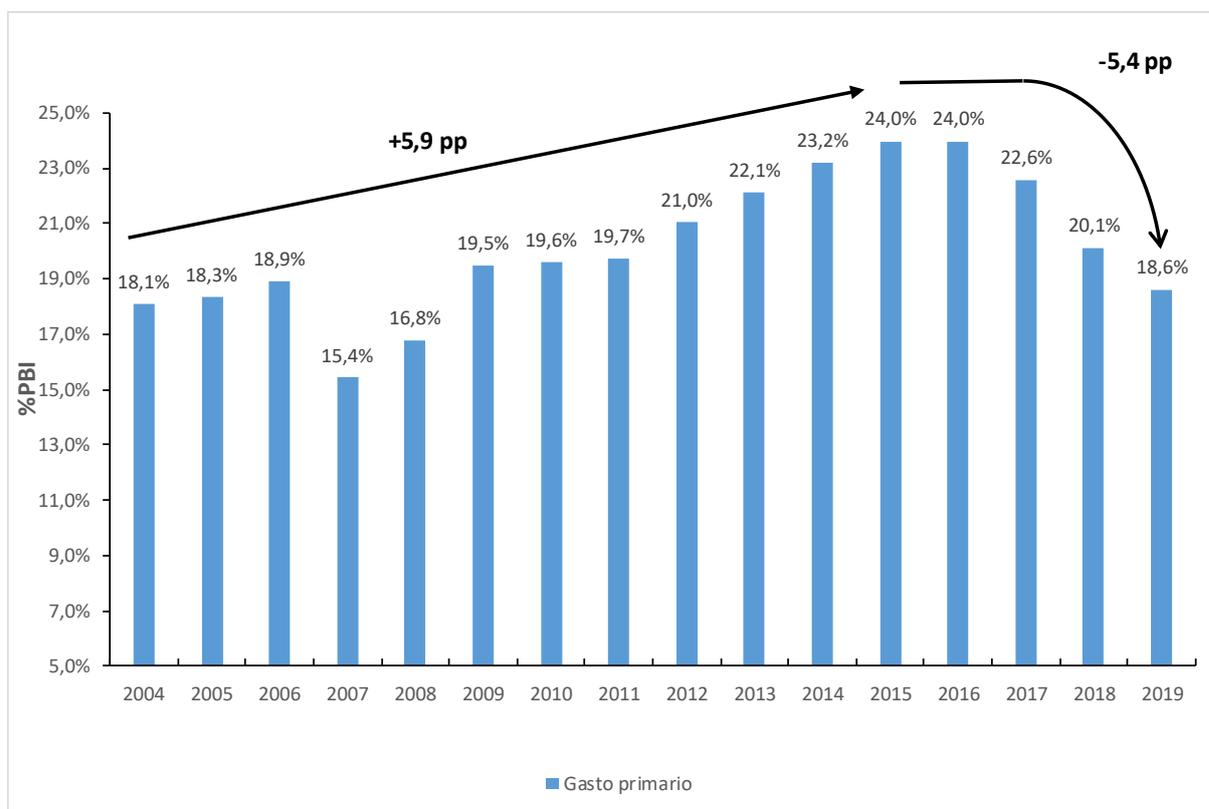


Fuente: elaboración propia en base a las estadísticas fiscales del Ministerio de Economía.

En cuanto al déficit global, resulta ser el más bajo desde el año 2015, disminuyendo en 1,42 puntos porcentuales en términos del producto, arribando al 31 de diciembre de 2019 al 3,78% del PBI. Con relación al gasto primario, se puede observar que durante las administraciones de Kirchner y Fernandez I y II aumentó en casi seis puntos porcentuales con relación al PBI.

La administración de Macri, como consecuencia de los problemas fiscales que generó el incremento desmedido del gasto público, realizó un esfuerzo en equilibrarlo logrando que descienda al valor más bajo en los últimos 12 años: 18,6% del PBI, disminuyendo unos 5,4 puntos porcentuales respecto del año 2015 (el valor más alto de la serie). Una observación no menor es que la reducción del gasto en términos del producto fue similar al incremento que años anteriores observamos, pero el esfuerzo fiscal para llevar a cabo su reducción se produjo en el término de cuatro años.

Gráfico 3: Gasto del Estado Nacional.



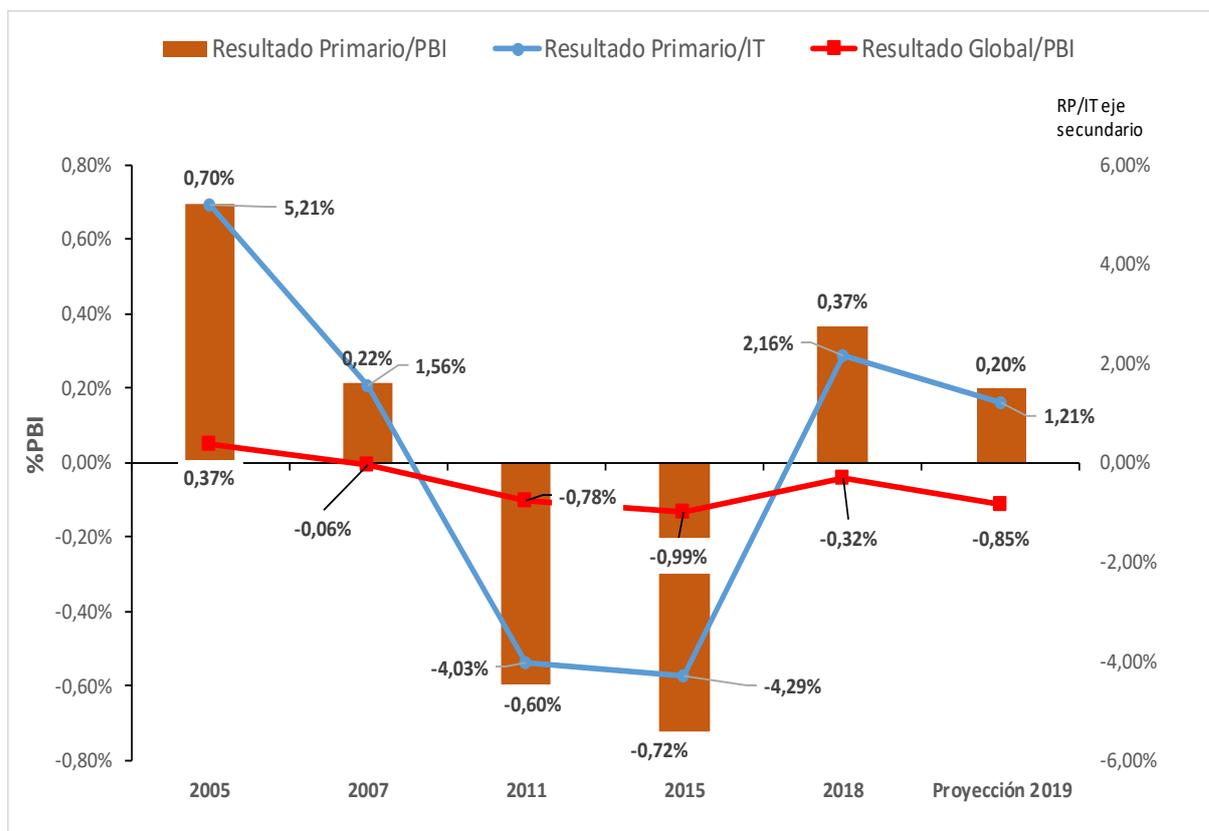
Fuente: elaboración propia en base a las estadísticas fiscales del Ministerio de Economía (MECON).

Situación fiscal de los Gobiernos Subnacionales

Como anticipamos en la introducción también nos interesa describir la situación fiscal primaria y financiera de las provincias. Evaluaremos su situación fiscal global y primaria cada cuatro años y a su vez analizaremos como resultó la gestión de las provincias⁶ bajo la administración Macri. Finalmente consolidaremos los resultados del Estado Nacional y el de las provincias para comparar el resultado fiscal consolidado del Estado argentino.

⁶ La información que exponemos llega hasta el año 2018 ya que el Ministerio de Economía aún no cuenta con la información anualizada necesaria para hacer el análisis del último año de la gestión del ex Presidente Macri (2019). Sin embargo, agregamos el año 2019 con nuestras estimaciones en base a las proyecciones que el MECON realizó cuando expuso su balance de gestión sobre la mencionada administración.

Gráfico 4: Resultado fiscal de las provincias consolidadas en relación al PBI y sus Ingresos Totales (IT)



Fuente: elaboración propia a partir de la información estadística proporcionada por la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales (DNAP) y el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y el Informe de Balance de Gestión 2015-2019.

Con el consolidado de las provincias sucedió algo similar a lo sucedido con el Estado Nacional, el resultado fiscal positivo se mantuvo durante la administración Kirchner y fue deteriorándose paulativamente con el primer mandato de Cristina Fernández. De hecho, si hacemos una comparación entre puntas durante sus presidencias, se evidencia un sustancial cambio de signo en el plano fiscal pasando de un superávit primario de 0,22% sobre el PBI en 2007 a un déficit del 0,72% del mismo en el año 2015⁷. En términos de la recaudación total de las provincias, los resultados son aún más alarmantes ya que el superávit pasó de representar un 1,56% del total de ingresos en el año 2007 a un déficit del orden del 4,29% en 2015 por el mismo concepto.

⁷ Con la excepción de los años donde el resultado primario arrojó un saldo superavitario del 0,55% y 0,14% para los años 2010 y 2014 respectivamente.

Además, si analizamos el resultado global de las provincias, la situación empeora, ya que para el año 2015 se evidencia un déficit global del orden del 1% del PBI, mientras que diez años atrás existía un superávit de 0,37% del producto. De esta manera se demuestra que fue en esa década donde las provincias, en su afán de resolver los problemas fiscales, tuvieron que recurrir al financiamiento externo para cubrir los gastos⁸.

Durante la administración Macri es significativa la gestión en términos de la mejora fiscal de las provincias, producto de las buenas prácticas de responsabilidad fiscal impulsadas por el Poder Ejecutivo Nacional⁹. Como se puede evidenciar, en los primeros tres años de gestión, los gobiernos provinciales consolidados pasaron de tener un déficit fiscal primario del 0,72% del PBI y un 1% de déficit global, para alcanzar un superávit primario del orden del 0,37% (situación que no ocurría desde el año 2014) y un déficit global del 0,32% del PBI reduciéndose en unos 0,68 puntos porcentuales sobre el producto respecto al informado en el año 2015.

Como puede observarse a través de los datos vertidos en el gráfico 4, durante estos años hubo un progresivo y consistente ajuste en términos de PBI de los desvalances fiscales de las provincias en su consolidado. Tanto en el plano primario como en el financiero, hubo importantes reducciones de los déficits en términos del producto. La diferencia entre los mismos surge de los servicios de la deuda provinciales contraídos durante cada período que crecen respecto al año anterior, aumentando entre puntas unos 0,42 puntos porcentuales sobre el producto. Sin embargo, pese a este consistente aumento de los servicios de las deudas provinciales, para el año 2018, dado el trabajo realizado en cuanto a sus gastos primarios, las provincias lograron revertir el resultado primario deficitario y el déficit global para ese año es explicado en su totalidad por el pago de intereses.

Por otro lado, siguiendo la proyección del Ministerio de Economía que hace en el artículo: “Balance de Gestión 2015-2019”¹⁰, donde estimó un 0,2% de superávit primario para el consolidado de las provincias para el año 2019, decidimos completar la estimación proyectando la situación financiera de las provincias para el mencionado año¹¹. Los resultados alcanzados

⁸ Sólo en el año 2006 y 2010 se evidenciaron superávits globales del 0,07% y 0,32% en términos del PBI. El superávit de 2010 se explica en parte por la segunda reestructuración de la deuda pública de la década.

⁹ Aquí tuvo mucho que ver el trabajo federal que impulsó el PEN en términos de coparticipación, aumento de las transferencias automáticas y la Ley de Responsabilidad Fiscal.

¹⁰ Noviembre, 2019.

¹¹ Siguiendo la estimación del MECON sobre la situación fiscal primaria de las provincias y teniendo en cuenta el comportamiento de los recursos y gastos provinciales, así como también la evolución de los precios de los

arrojan un retroceso de la salud fiscal que se vio plasmada durante los primeros tres años de gestión del ex Presidente Macri. En cuanto al superávit primario, así como proyectó el Ministerio de Economía, se reduce en 0,2 puntos porcentuales sobre el PBI. El plano financiero muestra que tenemos un aumento de medio punto porcentual sobre el PBI, alcanzando un 0,85% de déficit.

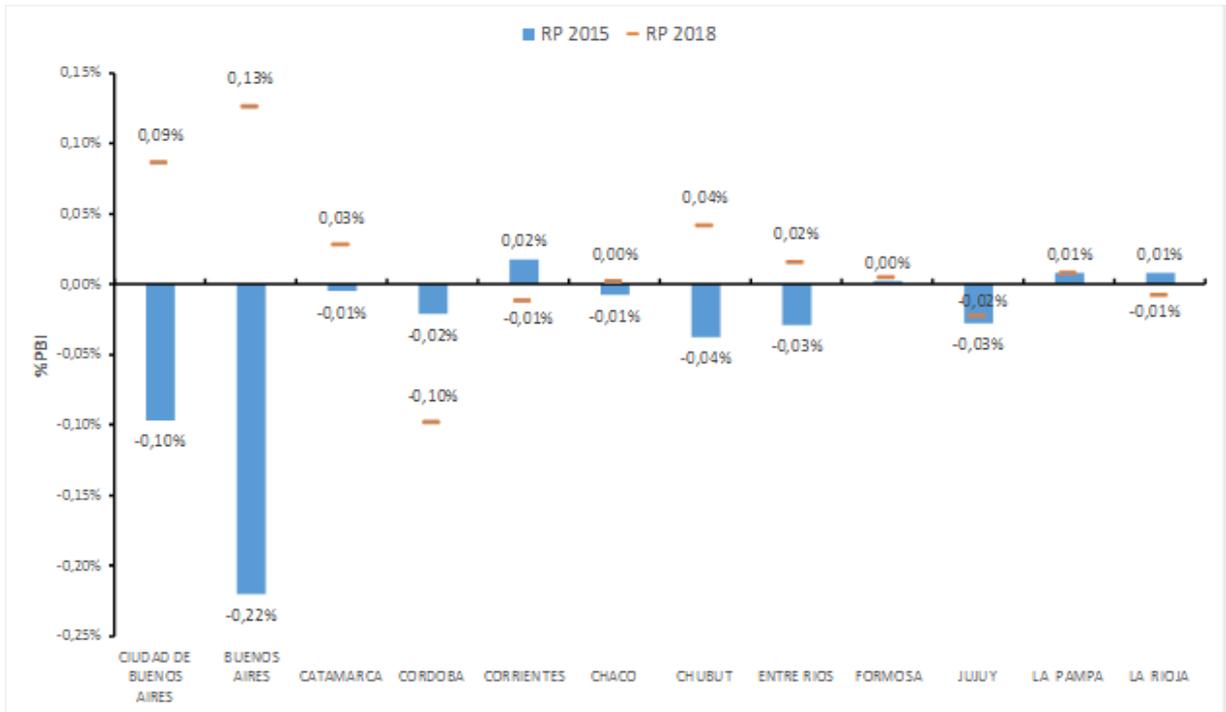
Si estos resultados los desagregamos por provincias, observamos que a fines de 2015 se encontraban 17 jurisdicciones con déficit fiscal, y tres años después, esa cifra se redujo considerablemente llegando a fines de 2018 con tan solo cinco provincias en situación de déficit fiscal primario. En cuanto al déficit financiero, el comportamiento fue similar, aunque más gradual, ya que como vimos anteriormente, aún en este año se cuenta con un déficit financiero para el total de las provincias. En el año 2015 se encontraban 17 provincias con déficit financiero y en el 2018 el número de jurisdicciones en la misma situación se redujo a 12.

Estos resultados por supuesto tienen un correlato con lo ocurrido con los ingresos de las provincias, su esquema de financiamiento externo y la reducción del gasto primario a lo largo de estos años.

La cantidad de provincias que se encuentran en déficit global o primario no se pudo estimar para el año 2019 puesto que aún no están los datos informados. Sin embargo, siguiendo nuestra proyección de aumento del déficit global y reducción del superávit primario para el consolidado de los Gobiernos Subnacionales, se estima que se reducirán la cantidad de provincias con salud fiscal que se informaron en el año previo.

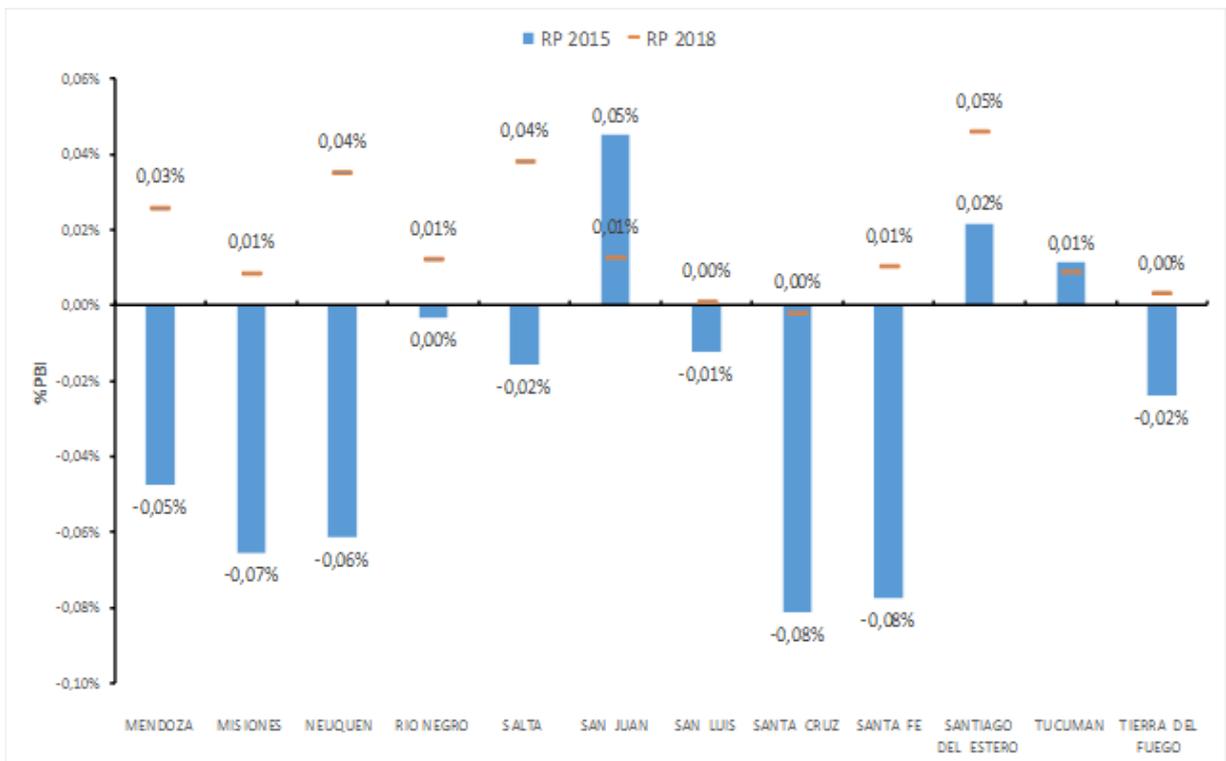
últimos dos años, se ajustó la información consolidada de las provincias informada por la DNAP al tercer trimestre del año 2019, completándose de manera estimativa el trimestre faltante.

Gráfico 5.a: Resultado Primario (RP) desagregado por provincias comparativamente 2015 y 2018.



Fuente: elaboración propia a partir de la información estadística proporcionada por la DNAP y el INDEC.

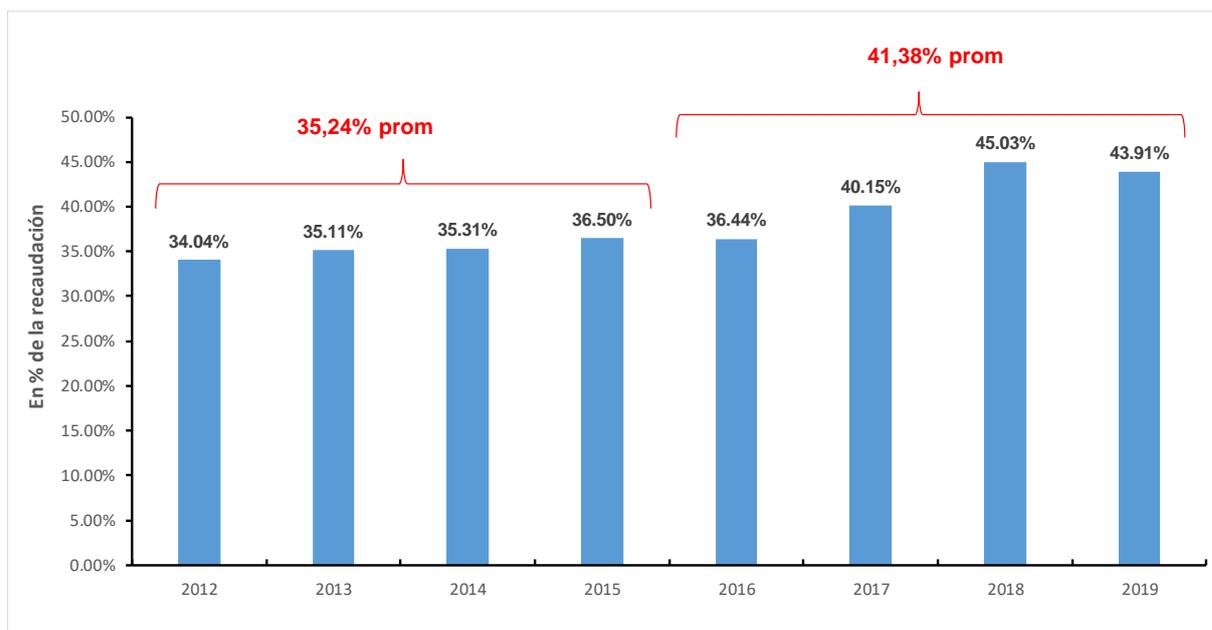
Gráfico 5.b: Resultado Primario desagregado por provincias comparativamente 2015 y 2018.



Fuente: elaboración propia a partir de la información estadística proporcionada por la DNAP y el INDEC.

Como ingresos a las provincias consideramos de importancia a las transferencias automáticas que realiza el Gobierno nacional hacia las provincias. Éstas no quedan supeditadas a discreción del poder ejecutivo circunstancialmente, sino que se ejecutan por ley. Siguiendo el criterio de la Subsecretaría de Relación con las Provincias, computamos a las transferencias automáticas como la suma de los fondos de la Coparticipación Nacional de Impuestos, los fondos del Fondo Federal Solidario¹² y transferencias por compensaciones¹³. Estas compensaciones se originaron tras la Ley de Responsabilidad Fiscal¹⁴ entre el Gobierno Nacional y las provincias, y la decisión de la Corte Suprema que declaró inconstitucional la detracción del 15% de la coparticipación para financiar a la Anses y, la devolución del 1,9% de deducción que se destinaba a la AFIP.

Gráfico 6: Transferencias Automáticas hacia las provincias.



Fuente: elaboración propia en base a la información estadística de la DNAP y del MECON.

¹² Este estuvo vigente desde el año 2009 al 2018.

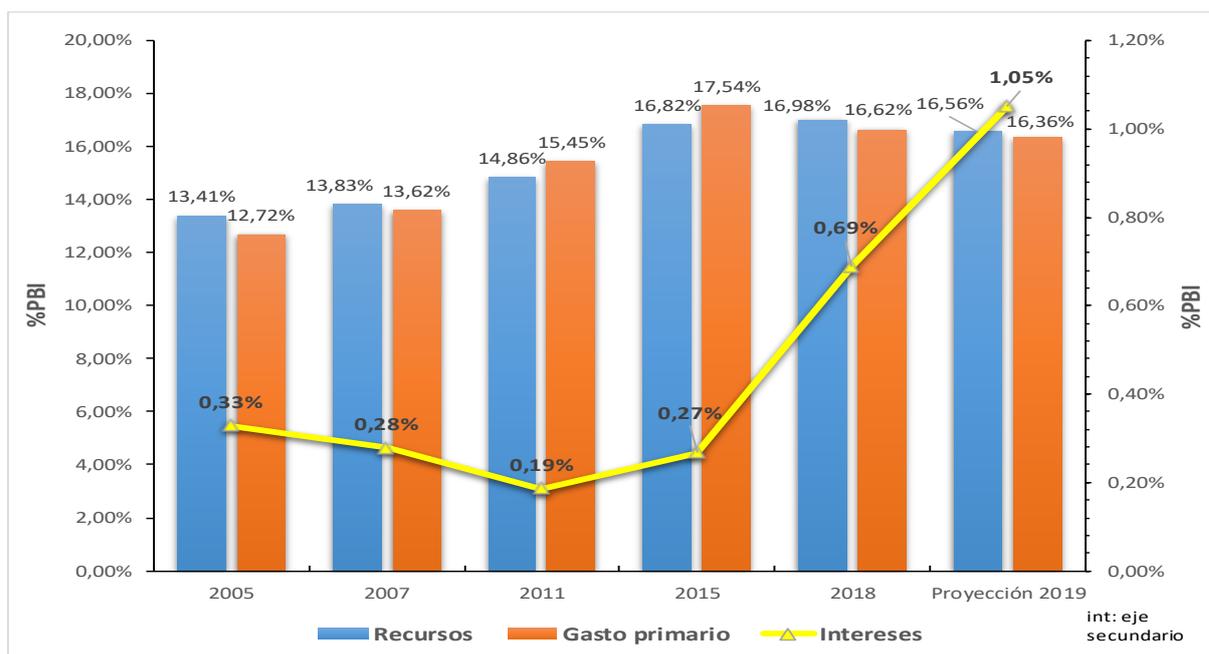
¹³ Se consideran fondos devueltos a las provincias por el Acuerdo fiscal entre la Nación y las provincias y fallos de la CSJN que obligó a devolver fondos retenidos por la Nación en períodos anteriores.

¹⁴ Al pacto fiscal se adecuaron todas las jurisdicciones con excepción de San Luis (no firmó) y La Pampa (no lo ratificó en su parlamento).

Estas transferencias automáticas aumentaron en 7,41 puntos porcentuales durante la Administración Macri sobre el total de la recaudación, pasando de un estancado 35,24% (promedio) sobre el total de la recaudación Nacional a casi alcanzar el 44% al 31 de diciembre de 2019. Incluso esta cifra fue superada en el año 2018, cuando las mismas lograron representar un histórico 45% sobre el mismo concepto. Las transferencias automáticas fortalecen al federalismo generando autonomía a las provincias y debilitando la discrecionalidad en la distribución de los recursos de la Nación.

En cuanto a los gastos provinciales, tenemos un patrón muy similar al ocurrido durante las dos últimas administraciones. Durante los ocho años de la administración de la ex presidenta Cristina Fernandez el gasto primario fue aumentando considerablemente como porcentaje del producto, consolidando en 2015 un 17,54% (valor máximo de la serie), lo que representa un aumento de 4,83 puntos porcentuales sobre el PBI respecto al año 2005.

Gráfico 7: Recursos, gastos e intereses provinciales.



Fuente: elaboración propia a partir de la información estadística proporcionada por la DNAP y el INDEC.

El deterioro de las cuentas públicas en este período es alarmante. Una década atrás, en el año 2005, se observaba superávit primario y financiero, pero estos resultados fiscales se fueron diluyendo paulativamente.

En el año 2011, al comienzo de la segunda administración de la ex presidenta Cristina Fernández, se observa un déficit primario consolidado de las provincias del orden del 0,6% del PBI, cuatro años más tarde por ese mismo concepto se llegó a un déficit aún mayor de 0,72% del producto, que sumando intereses se arriba al 1% del producto. Durante estos años comienza un ciclo ascendente en el pago de los intereses que las provincias pagaban por sus servicios de deuda y, por otro lado, los gastos superaban en crecimiento a los recursos, en consecuencia este período presentó también déficit primario consolidado en los gobiernos subnacionales.

Durante la administración Macri, podemos observar un crecimiento de los intereses de los servicios de la deuda como porcentaje del producto consolidando en un 0,69% del PBI para el año 2018, no obstante el déficit financiero se reduce vía una mejora en el plano primario.

Como ya mencionamos, la proyección del año 2019 es un superavit primario del 0,2% del PBI y un déficit financiero del 0,85% del PBI. El resultado fiscal de las provincias tiene correlato con el gráfico 7 donde si bien se estima para el año 2019 el menor gasto sobre el PBI desde el 2015, alcanzando un 16,36% sobre el PBI, los recursos por su parte también se ven deteriorados producto de la recesión macroeconómica, llegando a un 16,56% del PBI. El deterioro financiero respecto al año 2018 se debe primordialmente a que aumentan en casi 0,35 puntos porcentuales el peso de los intereses por pago de deudas provinciales sobre el PBI de un año al otro, proyectando al año 2019 como el año donde los intereses tendrán el mayor peso sobre el PBI de todo el período analizado, es decir 1,05%.

Situación Fiscal consolidada Nación – Provincias.

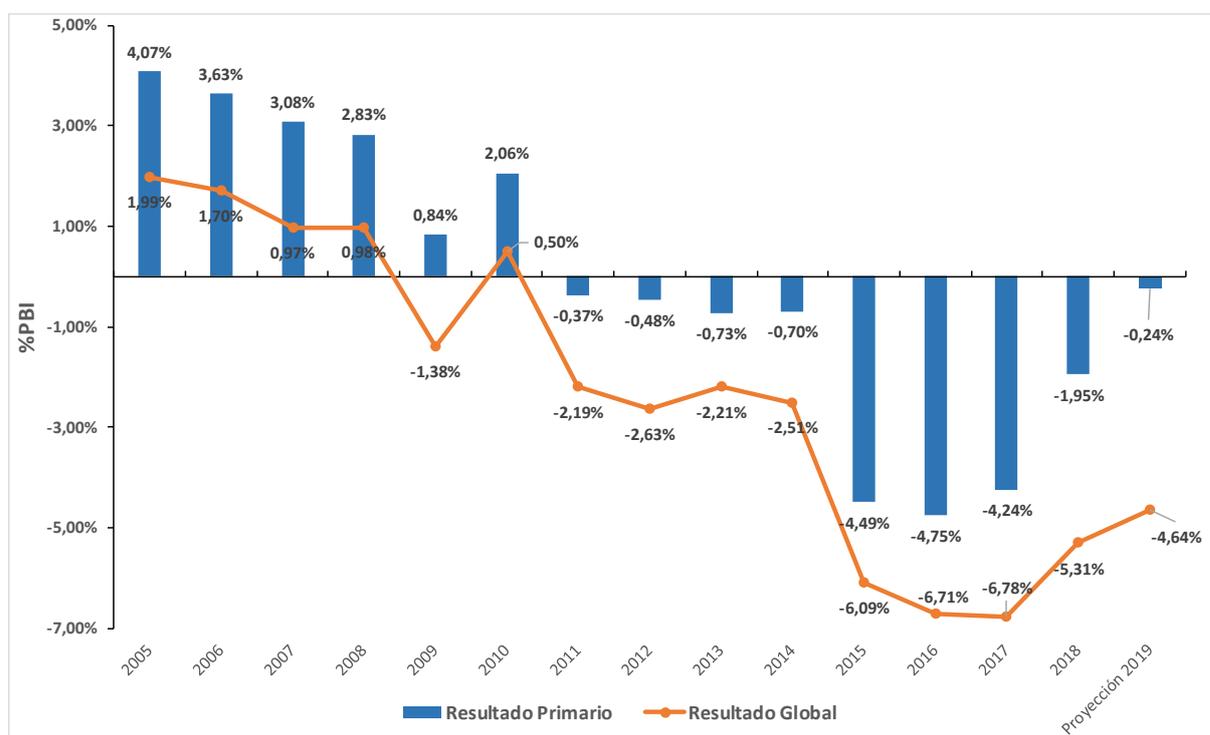
En primer lugar, hablaremos tanto del déficit global y primario consolidado y luego veremos el detalle del consolidado entre la Nación y las Provincias en cuanto a los gastos y su proporción sobre el PBI.

Como hemos visto anteriormente, el mismo comportamiento se observa si consolidamos los resultados provinciales junto con los de Nación¹⁵. Al comienzo de la serie existe superávit

¹⁵ Aquí nuevamente vale aclarar que la consolidación del Estado Argentino se hizo con datos oficiales hasta 2018. El año 2019 ha sido estimado y lo comentaremos al final de este capítulo.

financiero y primario del 2% y 4% sobre el PBI respectivamente, y luego estos resultados fiscales se van deteriorando a través de los años hasta transformarse en déficits en el año 2011, a partir del cual la serie mantendrá dicha tendencia. El déficit financiero se ubica alrededor del 2,3% sobre el PBI entre el 2011 y 2014, pero en tan solo un año, hacia el final del segundo mandato de Cristina Fernández, el déficit aumenta en 3,5 puntos porcentuales consolidando un 6% de déficit financiero y un 4,5% de déficit primario de manera consolidada.

Gráfico 8: Resultado Consolidado del Estado Nacional.



Fuente: elaboración propia a partir de la información estadística proporcionada por la DNAP, el Min. de Economía y el INDEC.

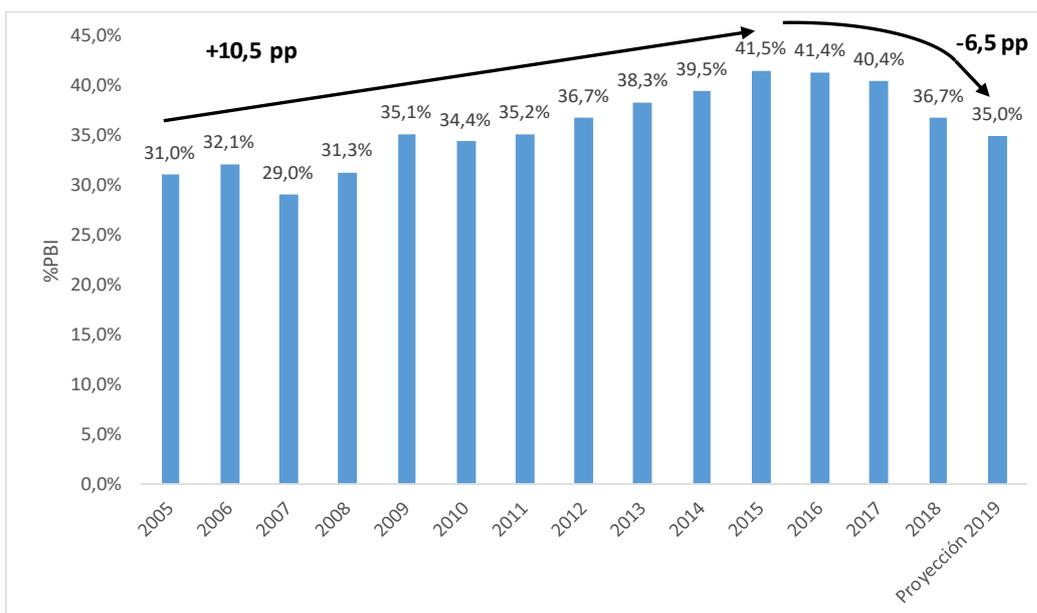
Llegamos así a la administración Macri con una herencia consolidada de 6% de déficit global sobre el producto, que emperoró en el primer año por el proceso de ajuste de precios relativos y estabilización que generó la nueva gestión, donde los recursos cayeron como porcentaje del producto pero los gastos se mantuvieron en términos reales. Luego, a partir del año 2017 se pueden observar los cambios en el plano fiscal donde los déficits comienzan a reducirse y se ubican en el 1,95% del PBI en el plano primario y 5,31% en el financiero (para el año 2018). En el resultado primario hubo una reducción del 55% del déficit, y en cuanto al resultado financiero se redujo un 12%, siempre como porcentaje del PBI.

Finalmente, teniendo en consideración nuestros datos estimados, se puede esperar que el año 2019 finalice con un resultado fiscal primario con menos déficit desde el año 2010 (donde había superávit) y financiero desde el año 2015. A propósito de esto, estimamos un déficit primario del orden del 0,24% del PBI (quedando muy cerca de la consolidación fiscal primaria) y un 4,64% sobre el PBI respecto al déficit global. Este último más reticente ha reducirse producto del aumento de endeudamiento y consecuente pago de intereses tanto por parte de la Nación como las provincias para la última administración comprendida en nuestro trabajo.

Lo descripto precedentemente es congruente con la política realizada sobre el gasto primario consolidado (ver gráfico 9), donde se puede evidenciar un crecimiento del gasto sobre el producto de unos diez puntos porcentuales pasando del 31% en el año 2005 a un 41,5% en el 2015. Esta herencia que recibió el gobierno de Macri generó un esfuerzo fiscal bajo su administración que se ve plasmada en sus primeros tres años de gobierno pasando de un histórico 41,5% del gasto consolidado en el 2015 a un 36,7% del mismo en el 2018.

Conforme nuestras estimaciones para fines de 2019, la mejora fiscal sería aún mayor llegando a un gasto primario del orden de 35% del PBI, verificando una reducción de 6,5 puntos porcentuales sobre el PBI desde el año 2015 y representando el menor porcentaje del gasto primario consolidado desde el año 2008.

Gráfico 9: Gasto Primario consolidado.



Fuente: elaboración propia a partir de la información estadística proporcionada por la DNAP, el Min. de Economía y el INDEC.

Saldo Comercial

Resulta pertinente también hablar del saldo comercial de la Cuenta Corriente de nuestro país ya que su resultado está íntimamente ligado con el plano fiscal y da cuenta de las necesidades de financiamiento de un país. Veremos específicamente como depende de la balanza comercial, su evolución y cuando representa sobre el producto.

La cuenta corriente registra las transacciones de bienes y servicios entre residentes y no residentes, el ingreso primario (renta) y el ingreso secundario (transferencias corrientes), entre residentes y no residentes.

Hasta el año 2009 el país contó con lo que conocemos por superávits gemelos (en el plano fiscal y comercial), luego el déficit de cuenta corriente hasta la actualidad ha sido irreversible. La gestión de la ex presidenta Cristina Fernandez terminó con un déficit de Cuenta Corriente de 2,7% del PBI, que continuó durante la administración de Macri hasta llegar al 5,3% del PBI en el año 2018, donde la tendencia hacia la baja parece haber encontrado piso. Para el año 2019, vemos una reducción del déficit de cuenta corriente en 4,5 puntos porcentuales llegando a un 0,8% del PBI. Parte de esto lo explica la dinámica exportadora de bienes y servicios del país, es por ello graficamos junto con el resultado de la cuenta corriente sobre el PBI al saldo de la balanza comercial. Dicho déficit, es el más bajo desde el año 2012, y el saldo de la balanza comercial es el más alto desde el año 2009, llegando a un resultado superavitario de unos 13.044 millones de dólares.

La gran reducción del déficit externo entre 2018 y 2019 se debe principalmente a que en países en vías de desarrollo como el nuestro, la cuenta corriente se comporta de manera más contracíclica que en aquellos considerados como de primer mundo¹⁶. El mecanismo se canaliza a través de la balanza comercial, ya que cuando el producto cae (como en 2018 y 2019) el nivel de importaciones cae proporcionalmente mucho más que las exportaciones.

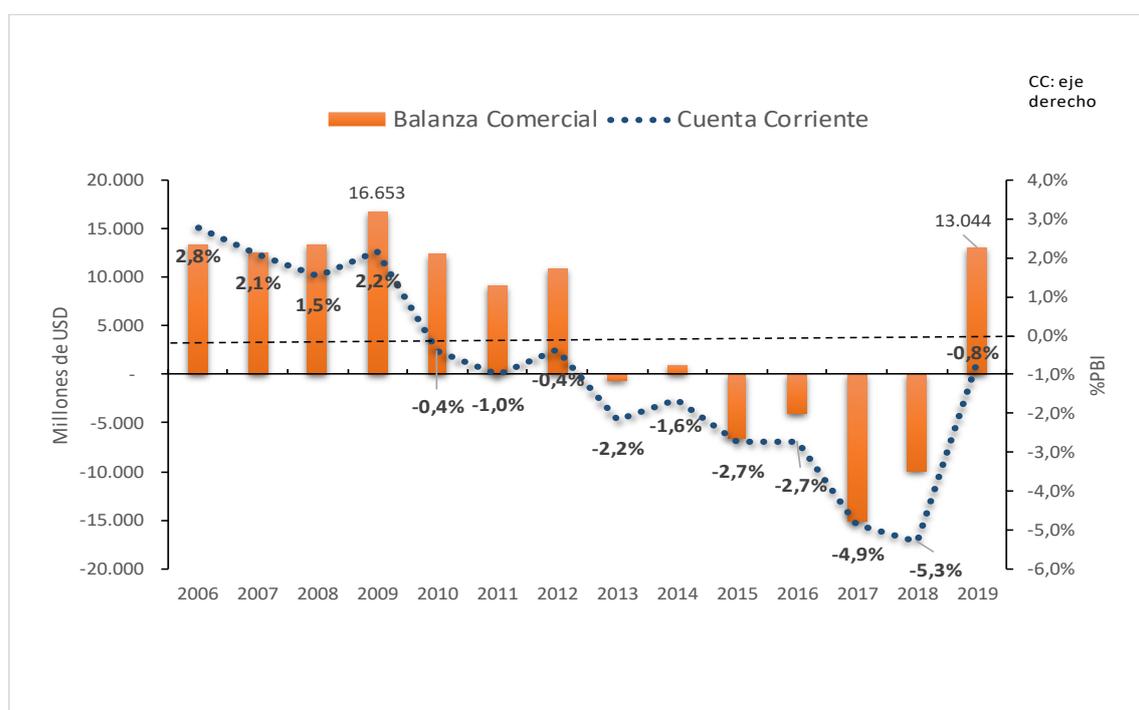
De hecho, el volumen exportado sube en todos estos años. Pese a no tener los términos de intercambio del pasado y sufrir una de las peores sequías del último medio siglo en el año 2018, se logra tras la quita de impuestos a la exportación y un tipo de cambio real competitivo, la recuperación de la balanza comercial durante la administración Macri. Además, es menester

¹⁶ Ver: Uribe, M., S. Schmitt-Grohé (2017), "Open Economy Macroeconomics," Princeton University Press.

destacar que el ingreso primario (otro componente de la cuenta corriente) cayó en tan solo 1.300 millones de dólares respecto al año 2018, ubicándose en un saldo deficitario de unos 17.328 millones de dólares. Por lo tanto, la explicación de la gran reducción del desbalance de cuenta corriente se explica casi exclusivamente por el comportamiento de la balanza comercial.

Tras cinco años de caída en las exportaciones donde pasaron de un pico de 97.617 millones dólares en el año 2011 a un nivel de 70.023 millones de dólares en el 2015 (-28,3%), comenzaron su recuperación y se consolidaron cuatro años consecutivos de crecimiento (2016-2019) finalizando con un volumen de 79.339 millones de dólares, representando un 13,3% más que en 2015. Dentro del total de exportaciones, el principal cambio de su evolución se explica por las exportaciones de bienes, ya que ellas representan en promedio más del 83% del total de exportaciones para el período analizado 2006-2019. En el año 2019 estas se ubicaron en los 65.115 millones de dólares aumentando un 15% desde el piso que habían encontrado hacia fines de 2015 (56.809 millones de dólares).

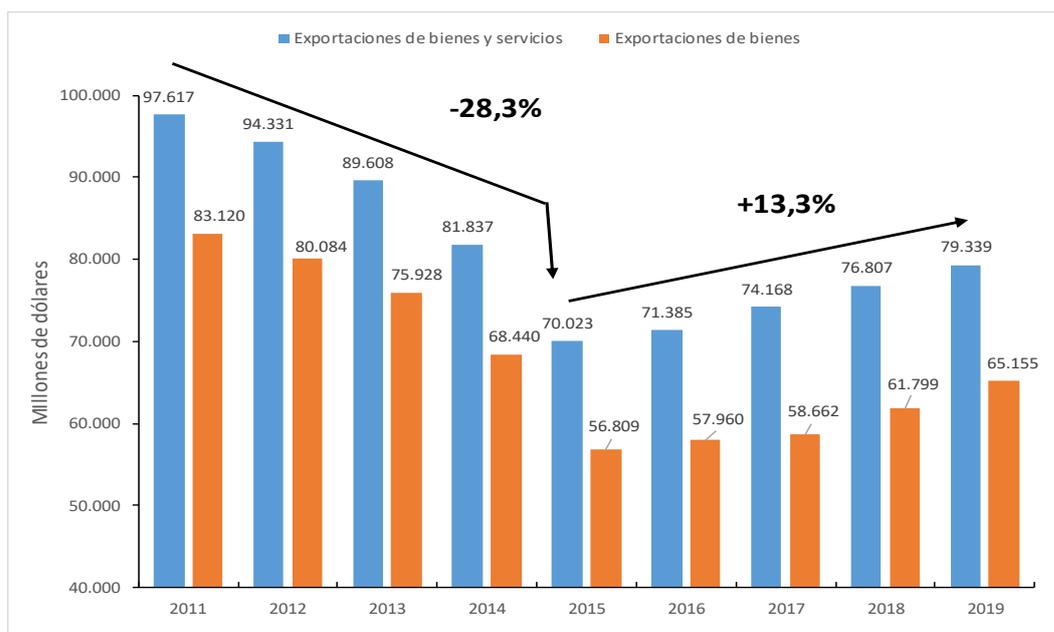
Gráfico 10: Saldo Balanza Comercial y Resultado de la Cuenta Corriente.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA.¹⁷

¹⁷ Se utilizó un tipo de cambio promedio para cada período anual a partir de las series semanales del balance del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Gráfico 11: Exportaciones de bienes y servicios.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

Reservas Internacionales

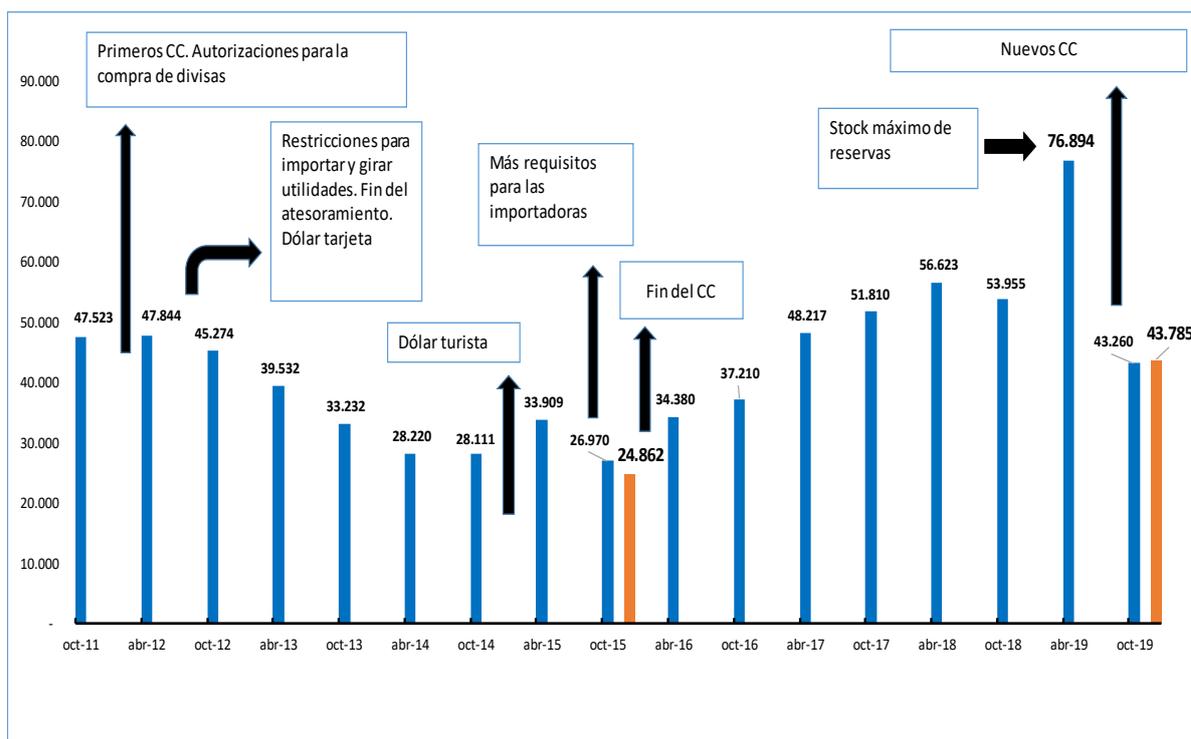
En este capítulo vamos a comentar la situación de las reservas internacionales del BCRA. Es de suma importancia conocer tanto su situación en términos brutos como netos para visualizar cuál es el respaldo que tiene el país para afrontar pagos de deuda en moneda extranjera, o que tipo de régimen cambiario y monetario van a adoptar.

En primer lugar, analizaremos una serie temporal de las reservas brutas del BCRA durante las dos últimas administraciones de Gobierno y luego expondremos las existencias de reservas netas o de libre disponibilidad de la autoridad monetaria a finales de ambos mandatos.

En el gráfico siguiente se observa que pese a introducir controles cambiarios, en el corto plazo las reservas internacionales no se reducen tanto como si hubiese libre movilidad de capitales, pero en el largo plazo sucede lo contrario, situación agravada por la política de financiamiento utilizada por la administración de Cristina Fernández.

Gráfico 12: Reservas Internacionales Brutas del BCRA¹⁸.

millones de USD



Fuente: elaboración propia en base a los balances semanales del BCRA.

Esta política de financiamiento se origina en el año 2006 cuando el BCRA comienza a aceptar el ingreso de Letras Intransferibles a su patrimonio en canje de las obligaciones que el gobierno nacional mantenía con la autoridad monetaria derivadas del endeudamiento con el FMI. En el año 2010 mediante el Decreto 298/10 se crea el Fondo de Desendeudamiento Argentino y se utilizan las reservas internacionales para cancelar servicios de capital e intereses con acreedores privados. A cambio de dichas cancelaciones el Tesoro Nacional instrumenta las Letras Intransferibles (LI), que como su nombre lo indica no pueden ser negociadas en el mercado secundario y su tasa de interés es casi nula.

El stock de las LI en el activo del BCRA alcanzó a octubre de 2015 a la suma de casi 64.500 millones de dólares, representando el 50% su activo y 2,4 veces el monto de las reservas internacionales.

¹⁸ Las columnas naranjas indican las reservas internacionales brutas del último día de cada mandato de ambos gobiernos. Fuente: información diaria de reservas internacionales del BCRA.

Como observamos en el gráfico 12 las reservas internacionales durante la gestión de Cristina Fernández sufren un marcado deterioro y a finales de su mandato las reservas se ubican alrededor de los 25 mil millones de dólares.

Durante la administración Macri se puede observar una acumulación de reservas internacionales que alcanza en abril de 2019 un máximo de 76.894 millones de dólares. Luego, dada la inestabilidad cambiaria y electoral se produjo la venta del activo por parte del BCRA y la salida de depósitos en dólares de los bancos. Esto generó una caída en las reservas internacionales que posterior a aplicarse los controles cambiarios se estabilizaron en el orden de los 43.785 millones de dólares. Es decir, que el stock de reservas entre ambos mandatos tuvo un incremento del 76%.

A la hora de analizar el verdadero “poder de fuego” del BCRA ante una posible corrida cambiaria hay que tener en cuenta cuales son las Reservas de Libre Disponibilidad de la entidad. Por ello, es relevante conocer cuantas son las verdaderas reservas libres de uso que posee la autoridad monetaria.

Estas reservas de libre disponibilidad parten de restar a las reservas internacionales ciertas obligaciones que cuenta el BCRA en su pasivo, como así también de ciertos activos. En otras palabras: son activos que no tienen como contrapartida un pasivo exigible. Además, si le agregamos el término estricto de liquidez para actuar inmediatamente en el mercado cambiario, llegamos a las reservas netas líquidas, que pueden usarse inmediatamente en el mercado cambiario.

Las reservas internacionales brutas están compuestas por divisas, oro (neto de provisiones), convenios multilaterales de crédito, divisas, colocaciones realizables en divisas e instrumentos derivados sobre reservas internacionales. Como mencionamos con anterioridad, dentro de las reservas brutas hay pasivos en dólares del BCRA que están contabilizados como reservas. Se trata de los encajes¹⁹ en dólares (entre privados), el swap con el Banco Central de China, el préstamo del Banco de Basilea (BIS), depósitos del Gobierno Nacional, deudas por convenios

¹⁹ Diferencias entre los depósitos y los préstamos al sector privado.

multilaterales, Cedines²⁰, valores recibidos en garantía, depósitos en cuentas especiales²¹ y otros. Una vez restados estos conceptos se tienen las reservas netas o de libre disponibilidad del BCRA. Sin embargo, se debe descontar de las mismas las tenencias de oro y las asignaciones de DEG²² de la entidad, ya que si se interpreta que las reservas de libre disponibilidad deben poder usarse en cualquier momento e inmediatamente para actuar en el mercado de cambios, las reservas en oro físico o en DEG no podrían usarse con estos fines. Luego de esta corrección obtendremos las reservas netas líquidas.

Como se podrá constatar, no solo bajo la administración Macri el BCRA posee una cantidad de reservas internacionales mayor a la que tuvo con la gestión anterior, ya que como argumentamos, si bien esto es relevante, lo verdaderamente importante es preguntarse cuanto de ese activo está libre para ser utilizado en el mercado de cambios o para cancelar pago de deuda. En esta sintonía también mantiene una mayor cantidad de reservas netas líquidas, pues al finalizar el mandato de Cristina Fernández estas reservas eran negativas en 3.769 millones de dólares y al final de la administración Macri la autoridad monetaria dispuso como reservas netas líquidas 8.154 millones de dólares.

Cuadro 1: Reservas de libre disponibilidad del BCRA.

	2015	2019
Reservas Brutas del BCRA	24.862	43.785
Swap con China	11.338	18.451
Prestamo BIS	0	2.505
Encaje por depósitos	6.005	7.229
Otros Depósitos del Gobierno Nacional	1.905	1.242
Deudas por convenios multilaterales	174	20
Cedines	436	61
Valores recibidos en Garantía	1.350	439
Depósitos en Cuentas Especiales	2.473	0
Reservas netas	1.181	13.838
Oro	2.150	2.899
Derechos especiales de giro-DEG	2.800	2.785
Reservas netas líquidas	-3.769	8.154

Fuente: elaboración propia en base a los balances semanales y anuales del BCRA. En millones de dólares estadounidenses.

²⁰ Se crean en el año 2013 con la Ley 26.860. Los llamados Certificados de depósitos para la inversión (CEDINES) sirvieron como medio para la cancelación de obligaciones de sumas de dinero en dólares a cambio de la acreditación de un bien inmueble.

²¹ Ante la obstrucción de los mecanismos de cobro de los fondos pagados por el país por órdenes judiciales, se crean las cuentas: Fondo Ley 26984: Pago soberano de la Deuda Reestructurada con el objetivo de depositar en ellas los fondos destinados al pago de los servicios correspondientes a los títulos regidos bajo el convenio de Fideicomiso 2005-2010. También se crea la cuenta Fondo Ley 26984: Pago Soberano de la deuda pendiente de Canje bajo el mismo concepto.

²² Asignaciones de DEG, estas corresponden al monto asignado por el FMI a la República Argentina en su carácter de país miembro. Son parte de las Reservas que se encuentran reservadas para contribuir con la cuota de país miembro.

Conclusiones

La situación fiscal del Sector Público Nacional durante el primer mandato de la ex presidenta Cristina Fernández muestra signos constantes de deterioro, impulsado por el crecimiento del gasto. Ya en su segundo mandato comienzan los déficits tanto primario como financiero alcanzando en el 2015 el 3,77% y 5,10% sobre el PBI, respectivamente. Durante la administración Macri continúan los resultados deficitarios pero el esfuerzo fiscal demuestra mejoras constantes alcanzando una reducción de unos 3,33 puntos porcentuales llegando a un 0,44% de déficit primario, y una reducción del déficit financiero que asciende al 3,78%.

El resultado fiscal consolidado de las provincias mantiene resultados similares a los de la Nación, durante los años anteriores a la Administración Fernández donde se observaba superávit tanto fiscal como global, en el año 2015 la gestión Fernández finaliza con déficit primario del 0,72% del PBI y un déficit financiero del 1% del producto. En los años de gestión del ex presidente Macri la situación fiscal de las provincias evidencian mejoras que se sustentan en términos de coparticipación, Ley de Responsabilidad Fiscal, y de transferencia automáticas que aumentaron hasta llegar a un 43,91% en el 2019. Si estos resultados los desagregamos por provincias, observamos que a fines de 2015 se encontraban 17 jurisdicciones con déficit fiscal, y tres años después, esa cifra se redujo considerablemente llegando a fines de 2018 con tan solo cinco provincias en situación de déficit fiscal primario. En cuanto al déficit financiero, el comportamiento fue similar, aunque más gradual. En el año 2015 se encontraban 17 provincias con déficit financiero y en el 2018 el número de jurisdicciones en la misma situación se redujo a 12.

Como mencionamos en el capítulo de la situación fiscal de los Gobiernos Subnacionales, al realizar una estimación sobre la situación conjunta de los mismos, hallamos que el superávit primario para el año 2019 se ubicaría en torno al 0,2% del PBI y el déficit financiero sufriría un retroceso de lo que venía observando en los últimos tres años, colocándose en el 0,85% del PBI.

La situación fiscal consolidada de la Nación – Provincias no podía tener resultados diferentes a los ya comentados, durante la gestión Fernández el déficit global consolidado ascendió a 6,09% del PBI, luego durante la administración Macri los resultados no fueron muy diferentes

y se evidencia una senda de recuperación en los guarismos a partir del año 2018 donde el déficit global se reduce al 5,31% del producto.

Como estimamos el resultado fiscal de las provincias para el año 2019, pudimos proyectar los resultados fiscales para el consolidado del Estado Nacional junto con los Gobiernos Subnacionales. De confirmarse nuestra estimación, el 2019 será el año con mejor salud fiscal primaria desde el año 2010 (donde había superávit) y financiera desde el año 2015. Nuestros números arrojan un déficit primario del orden del 0,24% del PBI (quedando muy cerca de la consolidación fiscal primaria) y un 4,64% sobre el PBI respecto al déficit global. Estos resultados tienen un correlato con lo ocurrido con los gastos primarios, donde estimamos que el 2019 sea el año con menor peso sobre el PBI desde el 2008, un 35%.

Con relación al Saldo Comercial podemos mencionar que hasta el año 2009 el país contó con lo que conocemos por superávits gemelos (en el plano fiscal y comercial), luego el déficit de cuenta corriente hasta la actualidad ha sido irreversible. La gestión de la ex presidenta Cristina Fernández terminó con un déficit de Cuenta Corriente de 2,7% del PBI, que continuó durante la administración de Macri hasta llegar al 0,8% del PBI en el año 2019.

La reducción de las necesidades de financiamiento externo del país son de casi dos puntos porcentuales sobre el PBI entre ambas administraciones. Parte de esto lo explica la dinámica exportadora de bienes y servicios del país, ya que el saldo de la balanza comercial es el más alto desde el año 2009, llegando a un resultado superavitario de unos 13.044 millones de dólares para el año 2019. La administración del ex Presidente Macri finalizó con la caída de cinco años consecutivos de las exportaciones (2011-2015), para pasar a un ciclo ininterrumpido de crecimiento de las mismas durante 2016-2019. El nivel de exportaciones de bienes y servicios de 2015 se había ubicado en los 70.023 millones de dólares. Cuatro años después, el mismo concepto alcanzó los 79.339 millones de dólares (un 13,3% más).

Finalmente, describimos los resultados del stock de reservas internacionales y las reservas de libre disponibilidad. Las reservas internacionales durante la administración Fernández han sufrido un notable deterioro más allá de las diferentes políticas de control cambios, dólar turista y de restricción a las importaciones entre otras medidas; sumado a la política de financiamiento del Tesoro Nacional que extrajo reservas internacionales del BCRA hasta octubre de 2015 por un monto de 64.500 millones de dólares, representando el 50% su activo y 2,4 veces el monto de las reservas internacionales. Durante la gestión del ex presidente Macri la recomposición de

las reservas respecto a la administración anterior fue del orden del 76%, donde el stock de reservas que informa el BCRA al finalizar su mandato asciende a 43.785 millones de dólares.

Las reservas de libre disponibilidad parten de restar a las reservas internacionales ciertas obligaciones que cuenta el BCRA en su pasivo, como así también de ciertos activos. Si le agregamos el término estricto de liquidez llegamos a las reservas netas líquidas, que son los activos que no tienen como contrapartida un pasivo exigible y que a su vez pueden ser utilizadas con absoluta inmediatez para intervenir en el mercado de cambios. Los resultados que obtuvimos son que al finalizar el mandato de Cristina Fernández estas reservas eran negativas en 3.769 millones de dólares y al final de la administración Macri la autoridad monetaria dispuso por el mismo concepto un monto que alcanzó los 8.154 millones de dólares.

Bibliografía

Uribe, M., S. Schmitt-Grohé (2017), "Open Economy Macroeconomics," Princeton University Press.

Datos Ministerio de Hacienda de la Nación. <https://www.minhacienda.gob.ar/datos/>

Datos de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales. <https://www.minhacienda.gob.ar/dnap/ejecuciones.html>

Balance de Gestión 2015-2019 . <https://www.argentina.gob.ar/economia/Balancegestion2015-2019>

Datos sobre PBI. *Sector: Cuentas Nacionales*. <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel3-Tema-3-9>

Datos de Cuenta Corriente. *Sector: Cuentas Internacionales*. <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel3-Tema-3-35>

Datos de balanza Comercial. *Sector: Comercio Exterior*. <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel3-Tema-3-2>

Datos de IPC. *Sector: Precios*. <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel3-Tema-3-5>

Transferencias automáticas a las provincias. <https://www.minhacienda.gob.ar/dnap/recursos.html>

Datos del Banco Central de la República Argentina. *Reservas Internacionales, Tipo de cambio y componentes de las Reservas Internacionales: Balances semanales y anuales del BCRA*
http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/balances_semanales.asp y de
http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/balances_anuales.asp

Datos Banco Central de la República Argentina. *Del Sector Política Monetaria: informe monetario diario*. http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_monetario_diario.asp