

**FINANZAS PÚBLICAS PROVINCIALES: ANALISIS COMPARATIVO Y
ESTRATEGIA FINANCIERA DE LA PROVINCIA DE SANTA FE.**

Informe Final

CFI

PROVINCIA DE SANTA FE

FUNDACIÓN APERTURA

31 de octubre 2015

EXTRACTO

El trabajo comienza con una caracterización de la política macroeconómica implementada por el gobierno nacional en los últimos años y sus consecuencias sobre las finanzas provinciales, sus gastos, sus ingresos y sus formas de financiamiento. Se divide la pos convertibilidad en dos subperíodos con dos "modelos" macroeconómicos con consecuencias diferenciadas para la estructura productiva del país y las finanzas provinciales. En segundo lugar, y a partir de la caracterización planteada en la primera parte del trabajo, se revisan y evalúan una serie de indicadores fiscales de solvencia y de sustentabilidad con el objetivo de realizar una comparación de la evolución reciente de las finanzas de cada provincia. En tercer lugar, y en función de las series estadísticas fiscales provinciales disponibles se arman los indicadores seleccionados, su evolución de manera comparada para cada provincia, y se realiza una evaluación preliminar de los resultados. En la última parte del trabajo el foco se instala sobre el caso particular de la provincia de Santa Fe. En función del análisis delineado en las secciones previas, se comparan sus resultados fiscales, se evalúan los indicadores de sustentabilidad y presentan las restricciones que enfrenta la estrategia financiera elegida por las autoridades provinciales.

INDICE

- 1. INTRODUCCIÓN (página 4)**

- 2. LA POLÍTICA MACROECONOMICA ARGENTINA: EFECTOS SOBRE LAS ECONOMÍAS PROVINCIALES (página 7)**
 - 2.1 MODELO MACROECONOMICO Y TIPO DE CAMBIO REAL**
 - 2.2 MOTIVACIONES PARA ESQUEMAS CAMBIARIOS ALTERNATIVOS**
 - 2.3 COORDINACION DE POLÍTICAS**
 - 2.4 EFECTOS SOBRE LAS ECONOMIAS PROVINCIALES**

- 3. SOLVENCIA Y SUSTENTABILIDAD FISCAL: INDICADORES (página 44)**
 - 3.1 SOLVENCIA Y SUSTENTABILIDAD**
 - 3.2 INDICADORES DE SUSTENTABILIDAD**

- 4. EVALUACIÓN DE LA SUSTENTABILIDAD DE LAS PROVINCIAS ARGENTINAS. (página 64)**
 - 4.1 RATIOS FISCALES DE CORTO PLAZO**
 - 4.2 SUSTENTABILIDAD INTERTEMPORAL (LARGO PLAZO)**

- 5. LA PROVINCIA DE SANTA FE: EVALUACIÓN DE RESULTADOS Y ESTRATEGIA. (página 79)**
 - 5.1 SUSTENTABILIDAD FISCAL COMPARADA**
 - 5.2 LA ESTRATEGIA FISCAL Y FINANCIERA DE SANTA FE.**
 - 5.3 DESAFÍOS FUTUROS.**

FINANZAS PÚBLICAS PROVINCIALES: ANALISIS COMPARATIVO Y ESTRATEGIA FINANCIERA DE LA PROVINCIA DE SANTA FE

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los rasgos predominantes del sector público argentino de los últimos años ha sido el notable crecimiento del gasto público, que a pesar de haber sido acompañado por un incremento de la presión impositiva, derivó en resultados fiscales fuerte y crecientemente deficitarios. Las trabas que provoca el conflicto con los “fondos buitres” y las decisiones del juez Griesa agravaron los elevados costos de financiamiento que ya enfrentaba el país (particularmente a partir de la adulteración de los índices de precios y su efecto sobre bonos argentinos ajustados por CER). Estas decisiones determinan la casi ausencia de crédito externo. Esta situación, conjuntamente con el agotamiento de fuentes domésticas de financiamiento condujeron a las autoridades del gobierno central a la decisión de volver, como en épocas que parecían olvidadas, a recurrir al Banco Central para cerrar la brecha fiscal.

Tanto la política de gastos e ingresos del gobierno nacional como su estrategia de financiamiento tienen consecuencias palpables sobre las finanzas de las economías provinciales¹. Desde el lado de los gastos la fijación de pautas salariales desde el gobierno nacional determina en buena medida la tasa de expansión de los gastos provinciales. Muy particularmente a partir de la transferencia hacia las provincias de distintos servicios que eran prestados por la Nación, es que los aumentos salariales impactan fuertemente sobre los presupuestos provinciales. Por otra parte, a esta expansión de gastos inducidos desde la nación se le contraponen la insuficiencia de recursos coparticipables cuyos aumentos resultan en los últimos años inferiores al crecimiento de los gastos, lo cual determina la reaparición del déficit fiscal en los espacios subnacionales. Ante este escenario, las provincias, también restringidas en sus posibilidades de endeudamiento, han por un lado recurrido a introducir modificaciones impositivas que elevaron la presión de los tributos

¹ En el trabajo se les llama provincias o jurisdicciones al conjunto de 23 provincias y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA).

provinciales, pero también han sido auxiliadas por diversos mecanismos que profundizan la dependencia con el estado nacional. Mientras el Tesoro Nacional cubre su bache fiscal recurriendo al Banco Central, las provincias no cuentan con tal recurso. Las transferencias del Banco Central de la República Argentina al Gobierno Nacional, bajo los conceptos de Rentas de la Propiedad por ganancias del Banco (contables, no realizadas) y de Adelantos Transitorios (en sumas adicionales expandidas según la última Carta Orgánica), han crecido de manera exponencial y constituyen la principal vía para cubrir la brecha fiscal del Sector Público Nacional. La profundización de la dependencia de las provincias se explica no sólo en que estos ingresos producto de la emisión monetaria no son coparticipables con las provincias, sino que aunque sean en parte retornados a las mismas vía transferencias corrientes y de capital, la mayor de las veces lo es de manera discrecional y con criterios que poco tienen que ver con la eficiencia y mucho que ver con favores de orden político.

En este contexto macroeconómico las provincias y demás espacios subnacionales sufren presiones constantes sobre el nivel de sus gastos fiscales que no se ven acompañados por aumentos en sus ingresos en igual magnitud. La sustentabilidad de las cuentas fiscales, tanto nacionales como subnacionales, vienen siendo seriamente comprometidas. Si bien los ingresos por recaudación, propia o coparticipada por la Nación, han aumentado aproximadamente en línea con la inflación, los mismos tienden a caer en términos reales dada la inflación y el estancamiento (crecimiento promedio nulo desde 2012) reciente de la economía argentina. Bajo estas circunstancias que determinaron un sesgo al déficit fiscal, muchas provincias se han visto obligadas a emprender modificaciones impositivas que elevaron la presión de los impuestos locales por un lado, a solicitar mayor asistencia del gobierno nacional por otro, o en algunos casos a reingresar a los mercados financieros, aunque sea pagando significativas sobretasas de interés. Por supuesto que las estrategias elegidas por cada provincia ante este panorama han sido diferentes y no garantizan aventar las dudas sobre la sustentabilidad. El mayor desafío se ha presentado para aquellas jurisdicciones que han pretendido conservar una cierta independencia en sus decisiones presupuestarias a la vez que han

intentado mantener la solvencia fiscal provincial.

Estas particularidades del escenario macroeconómico nacional de los últimos años obligan a un seguimiento y evaluación de la sostenibilidad de las finanzas públicas provinciales, de sus decisiones de gastos, composición de ingresos, deudas y estrategias de financiamiento. En este contexto la provincia de Santa Fe decidió emprender su propio camino, intentar sostener la solvencia fiscal en el marco de una estrategia financiera particular, sin acudir a los mercados financieros internacionales para financiar déficits operativos pagando significativas sobretasas de interés, sino a financiamiento con países para obras de infraestructura específicas.

En el presente trabajo se realizan las siguientes tareas. En primer término se presenta una caracterización de la política macroeconómica implementada por el gobierno nacional en los últimos años y sus consecuencias sobre las finanzas provinciales, sus gastos, sus ingresos y sus formas de financiamiento. Se divide la pos convertibilidad en dos subperíodos con dos "modelos" macroeconómicos con consecuencias diferenciadas para la estructura productiva del país y las finanzas provinciales. En segundo lugar, y a partir de la caracterización planteada en la primera parte del trabajo, se revisan y evalúan una serie de indicadores fiscales de solvencia y de sustentabilidad con el objetivo de realizar una comparación de la evolución reciente de las finanzas de cada provincia. En tercer lugar, y en función de las series estadísticas fiscales provinciales disponibles se arman los indicadores seleccionados, su evolución de manera comparada para cada provincia, y se realiza una evaluación de los resultados. En la última parte del trabajo el foco se instala sobre el caso particular de la provincia de Santa Fe, sus resultados fiscales, evaluación de los indicadores y las restricciones que enfrenta la estrategia financiera elegida por las autoridades provinciales.

2. LA POLÍTICA MACROECONOMICA ARGENTINA: EFECTOS SOBRE LAS ECONOMÍAS PROVINCIALES.

La etapa pos convertibilidad suele analizarse como un único período, a veces de manera sobre simplificada como si en el mismo se hubiesen aplicado el mismo conjunto de políticas económicas.

En esta sección del trabajo se divide la etapa de la pos convertibilidad en dos subperíodos que de manera estilizada corresponden a dos "modelos" macroeconómicos que se aplicaron desde 2002 en adelante. La división se concreta a partir de las políticas utilizadas, de las estructuras productivas que surgen a partir de estos "modelos", y de las consecuencias que se derivan de los mismos en términos de la distribución geográfica del ingreso y de los efectos las finanzas provinciales. Para lograr una evaluación acabada de la evolución reciente de las finanzas provinciales resulta imprescindible entender las consecuencias específicas de las políticas aplicadas que fueron mutando hasta configurar "modelos" macroeconómicos bien diferenciados, opuestos en aspectos esenciales.

La crisis de la Convertibilidad fue tremenda y provocó profundas secuelas económicas y sociales. Desde otra perspectiva la magnitud del colapso desatado renovó más que nunca la vigencia de la frase "crisis es sinónimo de oportunidad". Hacia fines de 2002, luego de unos durísimos meses de reordenamiento y estabilización económica y social, se fue delineando un nuevo "modelo" económico que derivó en una tan inesperada como vigorosa recuperación de la actividad. Hablar de "modelo" resulta de por sí demasiado pretencioso ya que ningún programa o plan fue explícitamente presentado, entre otros por la mala experiencia pasada con el anuncio de planes económicos que resultaron fallidos. De todos modos lo que podría precisarse como un modelo fue surgiendo a partir de la implementación progresiva de un conjunto de medidas de política. Pero no se aplicó el mismo modelo económico desde fines de 2002 hasta el presente. Sería una simplificación desafortunada creer que las características del "modelo" original son las que imperan hasta el presente.

Si bien la forma de concebir, de construir y de ejercer el poder del matrimonio Kirchner que gobernó la Argentina desde mayo de 2003 es similar, en términos de las políticas económicas aplicadas hay rasgos que permiten diferenciar dos etapas. Se puede identificar un primer subperíodo con un “modelo” iniciado por el gobierno de Duhalde como presidente y que se consolidó con la presencia del ministro Lavagna en el gobierno de Néstor Kirchner. Este “modelo” fue, a partir de fines de 2005, mutando hacia otro distinto de la mano de cambios en los instrumentos de política y de los objetivos económicos intermedios².

Estilizadamente, en un primer subperíodo 2002-2007 se va perfilando un modelo, que difiere de un segundo modelo que abarca el subperíodo 2008-2015. Entre ambos subperíodos los instrumentos de política macroeconómica y los objetivos intermedios cambiaron, dando lugar a la conformación de distintas estructuras de precios relativos fundamentales. Y detrás de estas mutaciones se fueron ordenando estructuras productivas diferentes con marcadas implicancias sobre la generación de empleo y la distribución del ingreso, no sólo personal y funcional, sino también geográfica lo cual influye directamente sobre las economías de los espacios subnacionales y consecuentemente sobre sus finanzas públicas.

2.1 MODELOS MACROECONÓMICOS Y TIPO DE CAMBIO REAL.

Lo que llamamos “modelo” macroeconómico se asocia con un conjunto de instrumentos de política que actúan interrelacionadamente y que dan lugar a una determinada configuración de precios relativos fundamentales (de bienes y de factores productivos) que están orientados al cumplimiento de objetivos intermedios (por ejemplo, resultado fiscal y externo) y de objetivos últimos

² Los cambios se iniciaron principalmente a partir elecciones legislativas de la provincia de Buenos Aires de octubre de 2005 cuando Cristina Fernández de Kirchner “aplastó” a “Chiche” Duhalde. Al poco tiempo Néstor Kirchner reemplazó al ministro de Economía Roberto Lavagna, y durante 2006 se llevaron a cabo modificaciones políticas, como la reforma del Consejo de la Magistratura, y económicas, como el nombramiento del Secretario de Comercio Interior Guillermo Moreno, que marcarían nuevos rumbos en materia política y económica.

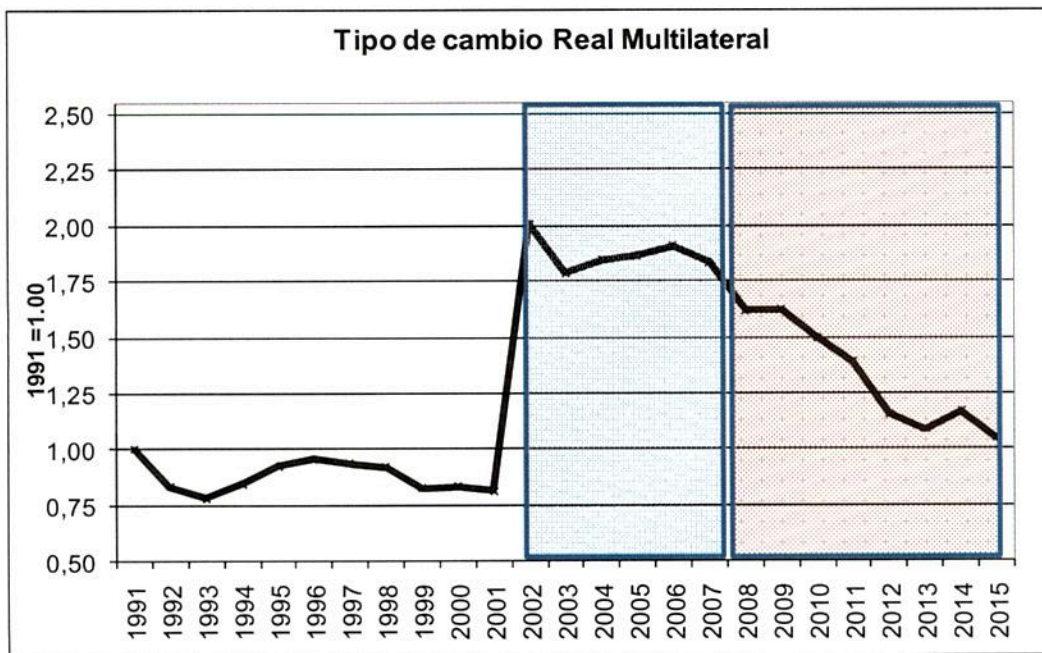
(crecimiento, empleo, baja inflación, mejora en la distribución del ingreso, reducción de la pobreza).

Luego del colapso de la Convertibilidad se fue conformando una nueva estructura de precios relativos fundamentales en la economía nacional. El tipo de cambio real (TCR)³ es uno de precios relativos fundamentales para las economías "abiertas", tanto a los flujos comerciales de bienes y servicios como a los flujos financieros de activos. Refleja el precio relativo de bienes que se comercian internacionalmente ("transables") con los que no se comercian ("no transables") y como tal sirve principalmente para asignar recursos productivos entre sectores económicos: cuando es elevado se incentivan las producciones de sectores "transables" y cuando es bajo se favorecen las producciones de sectores "no transables".

Otro precio relativo fundamental, a su vez asociado al tipo de cambio real, es el precio relativo de los factores productivos. Un tipo de cambio real elevado, entendido como precio de "transables" sobre "no transables", está generalmente asociado a salarios (remuneración del trabajo) relativamente bajos respecto a la remuneración del capital. El sostenimiento de esta estructura de precios redundaba generalmente en crecimiento impulsado por sectores transables y mayor generación de empleo y en caída del desempleo que se asocian con menor salario relativo a renta del capital lo cual impulsa producciones y adopción de tecnologías trabajo intensivas.

En función de la evolución de la evolución del nivel del TCR multilateral, esto es el tipo de cambio real ponderado por monedas según la participación en el comercio bilateral con cada país/región, trazamos una línea divisoria separando dos subperíodos para la etapa pos convertibilidad. En el primer subperíodo 2002-2007 se sostuvo un nivel relativamente elevado para el TCR multilateral. En cambio, en el segundo subperíodo 2008-2015 el TCR multilateral muestra una caída sostenida hasta volver a niveles aproximados a los de la Convertibilidad de los años 90'.

³ Se define el tipo de cambio nominal como el precio doméstico de la moneda extranjera, de modo que una suba deprecia la moneda y una baja la aprecia nominalmente.



Fuente: estimaciones propias.

Cómo se observa del gráfico previo durante la década de los años 90' el nivel del TCR se mantuvo muy bajo durante toda de la Convertibilidad, esquema que ataba el peso al dólar en una relación uno a uno y que además prácticamente prohibía la emisión de base monetaria que no estuviera respaldada por reservas internacionales del Banco Central. Durante los años 90' el nivel del TCR multilateral, estimado con base promedio 1991=1 se mantuvo con leves oscilaciones por debajo de ese nivel, es decir una moneda nacional muy apreciada que favoreció a los sectores productores de bienes y servicios “no transables”. Con el colapso se observa un salto en 2002 a un nivel aproximado a 2. Luego de un leve ajuste el TCR se mantuvo en un nivel superior a 1,75 hasta 2007 inclusive. Se fue conformando y sosteniendo una estructura de precios que favoreció a los sectores productores de bienes comercializables internacionalmente (“transables”). Luego de la gran devaluación de principios de ese año, la liberalización que llevó a un breve e intenso período de sobre reacción cambiaria, se logró estabilizar el tipo de cambio. A partir de entonces se aplicaron políticas macroeconómicas que tuvieron como premisa sostener el tipo de cambio en un nivel elevado. En el último subperíodo se observa un deterioro progresivo en el nivel del TCR que en el año 2015 vuelve prácticamente al nivel del año tomado como base de la estimación.

En lo que sigue se presentan las motivaciones teóricas que llevan a adoptar estrategias macroeconómicas diferenciadas haciendo énfasis en las consecuencias de las mismas sobre el TCR como variable fundamental para economías “abiertas”.

2.2 MOTIVACIONES PARA ESQUEMAS CAMBIARIOS ALTERNATIVOS

Desde el punto de vista de la teoría convencional el TCR no debería estar ni atrasado ni adelantado, porque así como la sobrevaluación cambiaria real termina generando recesión, en el caso de la subvaluación cambiaria real se acumulan presiones inflacionarias. Según esta concepción cualquier desvío del TCR respecto a su valor de "equilibrio" sería nocivo para el crecimiento, particularmente, aunque no exclusivamente, para países en desarrollo con mayor propensión a sufrir crisis cambiarias y financieras. La recomendación es evitar que se prolonguen en el tiempo estos desvíos de lo que se considera el valor de equilibrio de mediano y largo plazo⁴.

En los años 90' la Argentina adoptó un esquema de tipo de cambio fijo convertible como mecanismo para abatir la inflación que azotaba al país. El sistema de tipo de cambio fijo es más propenso a generar desequilibrios, principalmente sobrevaluación cambiaria real. El mecanismo es bien conocido: ante la necesidad de ajustes en el TCR (depreciación real) porque la economía por ejemplo recibe un shock externo, se requiere deflación de precios domésticos si es que se quiere mantener la paridad fija. Con precios y salarios inflexibles a la baja el ajuste se produce vía recesión y desempleo. El final de la Convertibilidad es un ejemplo palpable de este tipo de desenlace.

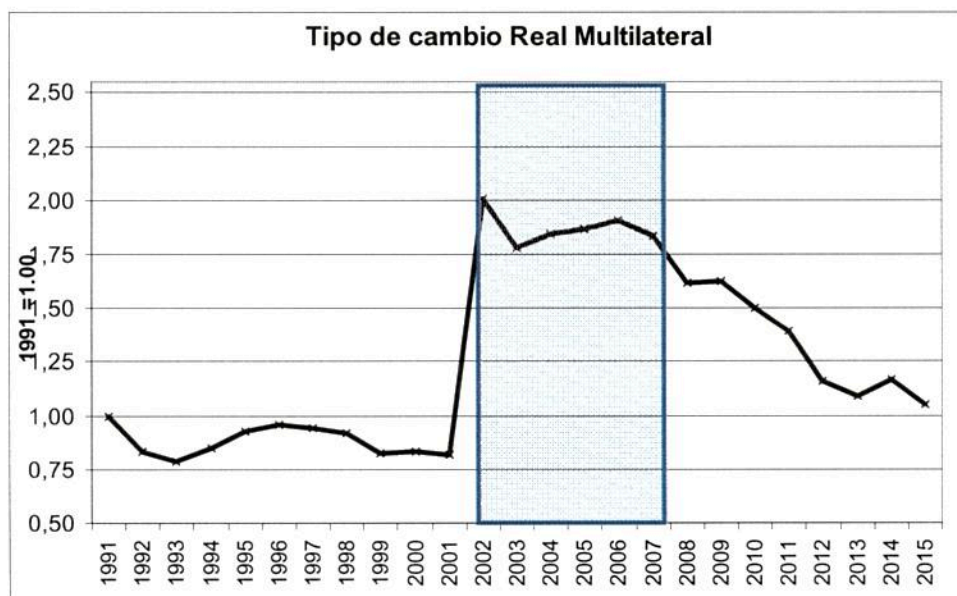
⁴ Hinkle, Lawrence and Montiel, Peter, (1999), *Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries*, A World Bank Research Publication, Oxford University Press.

Las políticas de la pos convertibilidad distan respecto a la estrategia de los años 90', pero también difieren de las estrategias adoptadas por un grupo de economías emergentes, incluidos países vecinos. En varios países de la región la norma, aunque con matices, fue implementar esquemas de objetivos inflacionarios (*inflation targeting*). En la Argentina esto no pasó. La ortodoxia de los objetivos inflacionarios fue sustituida por estrategias macroeconómicas más heterodoxas.

Mientras que en el primero de los dos subperíodos pos convertibilidad, 2002-2007 se adoptó una estrategia de TCR estable y competitivo, en el segundo subperíodo, fechado desde 2008 en adelante, se fue mutando hacia una estrategia de crecimiento promovido por mejoras en la distribución del ingreso.

TCR estable y competitivo 2002-2007

En los primeros años de la etapa pos Convertibilidad y luego de una fuerte depreciación real que devolvió competitividad a la economía se intentó mantener el nivel del TCR estable de manera de consolidar precios relativos que favorezcan el crecimiento económico.



Fuente: estimaciones propias

Hay diversos motivos teóricos por los cuales un TCR estable y competitivo puede generar crecimiento económico:

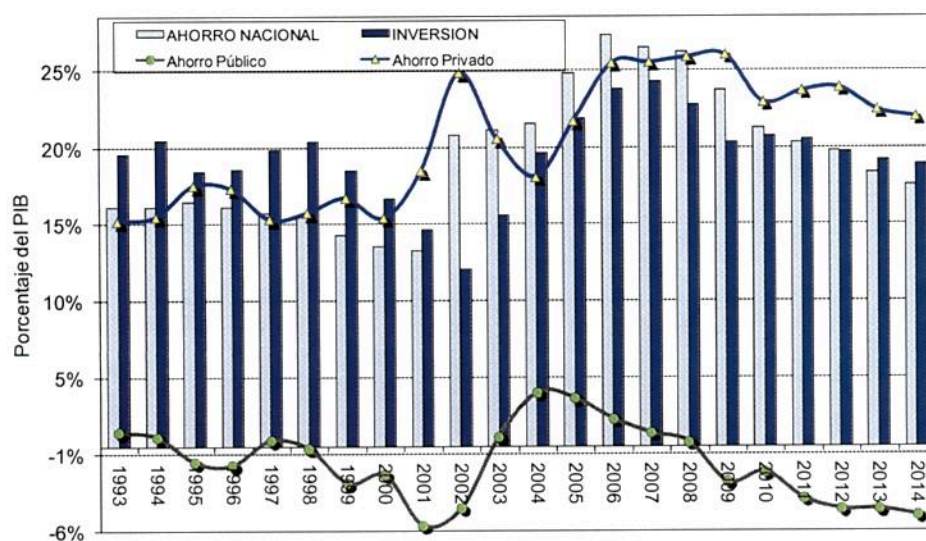
a) *Reduce el riesgo de crisis cambiarias y financieras así como de cortes abruptos en el ingreso de capitales (sudden stop).*

El efecto nocivo del atraso cambiario (sobreevaluación cambiaria) sobre las economías es ampliamente reconocido en la literatura económica tanto teórica como empírica. La implementación de programas macroeconómicos que combinan esquemas de tipo de cambio fijo o cuasi fijo con apertura irrestricta al movimiento de capitales y desregulación financiera provocan fuerte apreciación cambiaria real. Aunque en primera instancia el ingreso de capitales y la apreciación cambiaria provoquen boom de consumo y expansión del producto, la falta de sustentabilidad externa termina desembocando en crisis cambiaria y, muy probablemente, crisis financiera con profundos efectos sobre la actividad, el empleo y los salarios reales⁵. Un esquema que evite la sobreevaluación cambiaria real reduce la absorción doméstica de bienes transables a la vez que promueve su producción mejorando la cuenta corriente. Al mismo tiempo se sustituye el ahorro externo por ahorro nacional⁶ como producto básicamente de la redistribución a favor de las empresas que resulta de la caída de los salarios reales (en dólares) que provoca la suba del precio relativo de los transables (TCR). De ahí que generalmente se observe una correlación positiva entre el ahorro nacional y el nivel del tipo de cambio real.

⁵ Frenkel, Roberto and Rapetti, Martin, (2009), "A Developing Country View of the Current Global Crisis: What Should Not Be Forgotten and What Should Be Done", *Cambridge Journal of Economics*, 33 (4).

⁶ BRESSER-PEREIRA Luiz Carlos, and GALA, Paulo (2007), "Why foreign savings fail to cause growth", *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 27, n° 1 (105), January-March.

AHORRO - INVERSIÓN EN LA ARGENTINA



Fuente: elaboración propia.

b) *Estimula la producción de sectores transables de elevada productividad.*

Algunos autores, Rodrik (2008)⁷, consideran que así como la sobrevaluación cambiaria afecta el crecimiento, la subvaluación cambiaria lo impulsa. Aunque esta relación solamente se da para los países en desarrollo para los cuales el nivel del tipo de cambio real juega un papel fundamental en el proceso de desarrollo. Un tipo de cambio real estable y competitivo favorece particularmente a los sectores productores de bienes y servicios transables. Si bien ambos tipos de bienes sufren distorsiones, se sostiene que determinados bienes y servicios transables "modernos" como determinadas manufacturas, servicios como el software o algunas actividades agropecuarias intensivas en conocimiento, sufren relativamente más. Rodrik sostiene que cuando estas actividades están sujetas a mayores distorsiones como fallas de mercados y fallas institucionales, el sector transable es pequeño, y una política de tipo de cambio subvaluado puede actuar como una política de segundo mejor que impulse el crecimiento económico en el mediano plazo. Esto es así porque muchos sectores transables operan bajo alguna forma de rendimientos crecientes a escala y porque el tipo de cambio subvaluado incentiva la reasignación de recursos productivos desde sectores de baja productividad

⁷ Rodrik, Dani, (2008), "The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence", *Brooking Papers on Economic Activity*, (2).

hacia sectores de alta productividad, en lo que se denomina el cambio estructural requerido para impulsar el desarrollo.

c) *Relaja la restricción externa que inhibe el crecimiento.*

Un argumento tradicional⁸, sobre todo de la corriente de pensamiento estructuralista, para explicar la falta de crecimiento sostenido, o más precisamente la sucesión de marchas y contramarchas en el proceso de crecimiento económico (*stop and go*), es la restricción de balanza de pagos. En otras palabras la falta de divisas que determina la necesidad de importaciones para financiar el crecimiento frente a exportaciones insuficientes. Bajo el llamado "pesimismo de las elasticidades" varios autores consideraron que el tipo de cambio difícilmente pudiera aliviar la restricción de balanza de pagos. El nivel del nivel del tipo de cambio real no sería importante, sería neutral a la dinámica del crecimiento, que estaría restringido por la demanda desde los socios comerciales. La interpretación alternativa enfatiza la importancia del nivel del tipo de cambio real como un determinante de la rentabilidad y de la acumulación de capital, es decir en la oferta de los sectores transables. El debate entre las dos posturas se traduce en determinar si el TCR influye el crecimiento de las exportaciones y del producto relajando la restricción de divisas o si las exportaciones dependen solamente del crecimiento de la demanda externa en la cual no influye el nivel del TCR. Al respecto la evidencia empírica más reciente parece demostrar que efectivamente el nivel del TCR ejerce un papel importante como determinante de la oferta de transables, y que, consecuentemente, contribuye a relajar la restricción de balanza de pagos. Algunos trabajos como Cimoli (2013)⁹ muestran que un TCR más elevado favorece la diversificación de exportaciones. McMillan y Rodrik (2011)¹⁰ encuentran que el nivel del TCR está positivamente asociado con el cambio estructural desde sectores de baja productividad hacia sectores transables

⁸ Thirwall, A (1979), "The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 32 (8).

⁹ Cimoli, M., Fleitas, S., and Porcile, G. (2013), "Technological Intensity of the Export Structure and the Real Exchange Rate", *Economics of Innovation and New Technology*, 22 (3).

¹⁰ McMillan, M, and Rodrik, D. (2011), "Globalization, Structural Change and Productivity Growth", NBER Working Paper 17143, National Bureau of Economic Research.

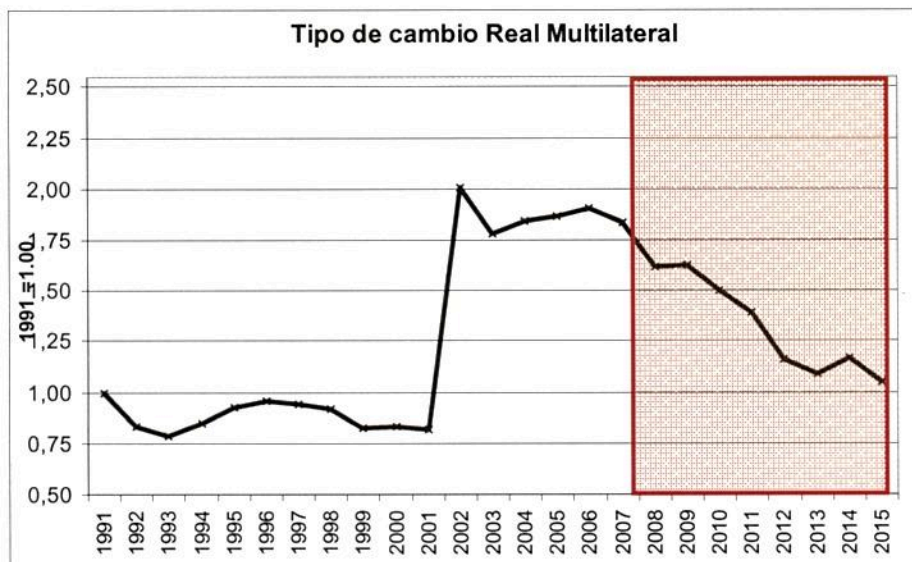
modernos de elevada productividad. Por su parte Eichengreen (2008)¹¹ muestra que un nivel de TCR elevado y estable favorece el crecimiento del empleo en sectores transables.

TCR como efecto de políticas redistributivas: 2008-2011.

La política económica encarada en este subperíodo puede interpretarse como el intento de promover el crecimiento a través de la redistribución funcional progresiva del ingreso, esto es elevando la participación de los trabajadores en el PIB. La idea subyacente es que esta política redistributiva propiciada por los aumentos salariales y de transferencias gubernamentales reales, por encima de la inflación, estimula el crecimiento económico vía el aumento del consumo, principal componente de la demanda agregada. En la literatura poskeynesiana, a los modelos de origen kaleckianos como el modelo de Bhaduri y Marglin (1990)¹² se los llama regímenes de crecimiento liderado por salarios (*wage led growth*). Para que el consumo se expanda se requiere que los trabajadores tengan una mayor propensión a consumir superior a la de los capitalistas. Y que esta expansión del consumo más que compense la probable caída en la inversión que se espera por la reducción en las ganancias de las empresas provocados por las subas salariales, y la caída de las exportaciones netas de importaciones que se espera como consecuencia de la pérdida de competitividad que también provocan los aumentos salariales. En este contexto un TCR más bajo, moneda local apreciada, surge como un resultado lógico de la política redistributiva por el mayor gasto dirigido a bienes y servicios no transables o porque el gobierno promueve directamente el atraso cambiario como estrategia para frenar los aumentos en los precios de los alimentos.

¹¹ Eichengreen, B. (2008), "The Real Exchange Rate and Economic Growth", Commission on Growth and Development Working Paper N°4, The World Bank.

¹² Bhaduri, Amit and Marglin, Stephen, (1990), "Unemployment and the Real Wage: The Economic Basis for Contesting Political Ideologies", *Cambridge Journal of Economics*, Vol 14, (4).



Fuente: estimaciones propias.

Cabe destacar que en la teoría es factible tanto un régimen de crecimiento liderado por salarios como un régimen de crecimiento liderado por ganancias (*profit led growth*). Este último surgiría de la política redistributiva opuesta, que impulsaría el crecimiento en caso de que la mayor participación de las ganancias en el producto logre estimular la inversión y signifique una mejora en la competitividad que aumente las exportaciones netas de importaciones de manera tal que la suma de ambos efectos más que compensen la caída en el consumo que pueda provocar la menor participación de salarios en el producto. En definitiva que un régimen sea liderado por salarios o por ganancias resulta una cuestión empírica. A propósito Lavoie y Stockhammer (2013)¹³ estiman el régimen que prevalece en los países del G20 concluyendo que los países europeos (Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido) Japón, Turquía, Corea y los Estados Unidos tienen regímenes liderados por salarios mientras que economías como las de Australia, Canadá, China, Sudáfrica, Méjico y la Argentina se caracterizan por regímenes liderados por ganancias.

En la transición hacia un nivel de TCR más elevado se produce una caída en los salarios reales y en la participación del factor trabajo en el ingreso nacional

¹³ Lavoie, Marc and Stockhammer, Engelbert (2013), *Wage Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*. Palgrave Mcmillan, December.

producto de la transferencia de rentas hacia las empresas que significa la depreciación cambiaria real.

2.3 COORDINACIÓN DE POLÍTICAS.

El TCR, como precio relativo fundamental de una economía "abierta", se trata de una variable endógena, que como tal no puede controlarse directamente pero cuyo nivel puede influenciarse a través del conjunto de políticas aplicadas. Se trata básicamente de cómo se interrelacionan las políticas macroeconómicas, la cambiaria, la monetaria, la fiscal y la de ingresos. De la consistencia de esas políticas y su sustentabilidad, de los determinantes externos (términos de intercambio, tasas de interés internacionales), y de variables como la demanda por activos externos netos (que evoluciona endógenamente en función de variables de política y externas) es que se puede definir un "nivel" adecuado para el TCR en el tiempo. En consecuencia, diferentes esquemas macroeconómicos que enfatizan distintas políticas pueden dar lugar a distintos niveles de TCR de "equilibrio" de mediano y largo plazo.

Coordinación de políticas con TCR estable y competitivo

Cuando se implementa una estrategia macroeconómica que tiene como objetivo sostener un TCR estable y competitivo se requiere una particular coordinación del conjunto de políticas macroeconómicas.

Según la teoría económica convencional el TCR puede solamente ser "manejado" en el muy corto plazo. En el caso extremo en que los ajustes en todos los mercados fuese instantáneo el TCR ni siquiera podría ser controlado en el corto plazo. Las diferentes velocidades de ajuste de los mercados producto de que algunos precios son más rígidos que otros permite que algunos precios relativos puedan fijarse en el corto plazo hasta tanto se terminen de completar los ajustes.

Una diferencia del tipo de cambio nominal respecto de otros precios de la

economía es que, al igual que sucede con otros precios de activos financieros, está sujeto fuertes oscilaciones producto de burbujas, comportamientos tipo manada, etc. Por estos motivos es que muchos Bancos Centrales intentan suavizar aquellos movimientos en el tipo de cambio que no se consideren asociados a cambios en determinantes fundamentales, como pueden ser la productividad relativa entre sectores, los términos de intercambio, o la relación de pasivos externos netos respecto al producto.

El TCR está "equilibrio" cuando se satisfacen condiciones que hacen al llamado equilibrio externo y equilibrio interno. El TCR está en equilibrio externo cuando el resultado de la cuenta corriente es sostenible y en equilibrio interno cuando no hay desempleo porque el PIB está en su nivel potencial y la inflación es reducida.

Un nivel elevado y estable para el TCR está generalmente asociado con una cuenta corriente superavitaria y con la acumulación del reservas internacionales del Banco Central. Un bajo nivel para el TCR está generalmente asociado a déficit de cuenta corriente y puede generar pérdida de reservas del Banco Central. Ambas situaciones pueden ser subóptimas desde la teoría convencional. En el primer caso, el país se desendeuda y el repago de las deudas y la acumulación de reservas se pueden interpretar como que la gente está posponiendo gastos de manera indefinida e incluso innecesaria. En el segundo caso, la deuda no para de crecer y puede derivarse en insostenible si la gente gasta permanentemente por encima de sus medios.

En resumen, la estrategia de TCR estable y competitivo favorece el cumplimiento de la condición de equilibrio externo.

En cambio, el equilibrio interno de la estrategia de TCR estable y competitivo requiere conjugar de manera consistente una serie de políticas macroeconómicas, lo cual en buena medida se logró en el subperíodo 2002-2007:

- Intervenciones en el mercado cambiario: compra de divisas provenientes

del superávit comercial con el objetivo de sostener un tipo de cambio nominal y real competitivo.

La estrategia requiere que al tipo de cambio apuntado como objetivo haya exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario de manera que el Banco Central intervenga comprando esas divisas.

- Intervenciones en el mercado monetario (Lebac, pasés, etc en el caso argentino) de manera de manejar la tasa de interés y su influencia sobre la demanda agregada, y al mismo tiempo regular la cantidad de dinero (liquidez) de acuerdo a un programa monetario (que estima la demanda monetaria).

En política monetaria se presenta un trilema según el cual no se puede controlar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés manteniendo abierta la cuenta financiera¹⁴. El trilema no opera si hay imperfecta sustitución perfecta entre activos financieros que provoca que la movilidad de capitales no sea perfecta. En este caso resulta aconsejable imponer controles al ingreso de capitales¹⁵. Pero es sabida que la efectividad de los controles es solo parcial. Si bien el trilema es válido cuando hay exceso de demanda de divisas, el mismo no opera cuando hay exceso de oferta de divisas al TCR que se tiene como objetivo, situación en la cual muy probablemente el país tenga superávit de cuenta corriente. La idea es que el Banco Central disponga de dos instrumentos (intervención cambiaria e intervención monetaria -esterilización-) para cumplir con dos objetivos (tipo de cambio objetivo y control de la tasa de interés). Siguiendo a Frenkel (2007)¹⁶ o Frenkel y Rapetti (2008)¹⁷ las intervenciones cambiarias esterilizadas, se utilizan para superar el trilema de políticas.

¹⁴ Si se cumple la paridad descubierta de tasas de interés, ecuación fundamental de los análisis monetarios que se cumple cuando hay perfecta movilidad de capitales, el tipo de cambio y la tasa de interés no pueden ser dos instrumentos de política independientes.

¹⁵ El mismo Fondo Monetario Internacional, que se oponía a los controles de capitales, recientemente ha comenzado a considerar la conveniencia de los mismos para evitar la excesiva apreciación cambiaria real. Ver International Monetary Fund (2010), "Capital Flows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note.

¹⁶ Frenkel, Roberto (2007), "The Sustainability of Sterilization Policy", *CEPAL Review*, 93.

¹⁷ Frenkel, Roberto and Rapetti, Martin (2008), "Five Years of Stable and Competitive Real Exchange Rate in Argentina", *International Review of Applied Economics*, 22, (2).

Cuanto mayores sean las compras de divisas por parte del Banco Central mayor será la expansión de base monetaria y mayor la necesidad de esterilización con intervenciones en el mercado monetario para absorber los excedentes de liquidez. Con esterilización completa el exceso de oferta de divisas al tipo de cambio que se apunta como objetivo iguala al exceso de demanda de activos domésticos (ej. Lebacs). En el caso de exceso de demanda de divisas al tipo de cambio objetivo, el trilema de políticas sigue siendo válido y la capacidad de intervención del Banco Central está limitada por la disponibilidad de reservas internacionales. Aún cuando es posible superar el trilema si hay exceso de oferta de divisas, debe analizarse la sustentabilidad del esquema, si es que los intereses que se cobran por las mayores reservas no compensan a los intereses crecientes que se pagan por los pasivos emitidos por la esterilización (ej. Lebacs). Aún cuando en definitiva se trata de una evaluación costo cuasifical y el beneficio de la estrategia en términos de crecimiento, la cuestión pasa porque ambas políticas, cambiaria y monetaria, no son completamente independientes lo cual requiere considerar la intervención de políticas adicionales.

- Política fiscal superavitaria. En una estrategia de TCR estable y competitivo la política fiscal superávitaria cumple una función importante. Por un lado contribuye para compensar monetariamente la expansividad de la política cambiaria/monetaria, y por otro lado sirve para garantizar la sustentabilidad fiscal y regular la demanda agregada de manera contracíclica.
- Política de ingresos. La estrategia de TCR estable y competitivo muy probablemente genere presiones inflacionarias por el sesgo expansivo que le imprime la política cambiaria/monetaria. Ante esta situación es muy probable que se sucedan demandas por subas salariales de los sindicatos de trabajadores que pueden retroalimentar la inflación. Esta situación resulta clave lograr la cooperación entre las autoridades y las aspiraciones de los trabajadores. La política de ingresos puede contribuir a regular la demanda agregada y a promover la cooperación de manera de evitar la conflictividad social.

En resumen, para su éxito la estrategia de TCR estable y competitivo requiere una coordinación minuciosa de las políticas macroeconómicas.

Coordinación de políticas en el régimen liderado por salarios.

Hay factores estructurales que definen un régimen económico como liderado por salarios (*wage-led*) o liderado por ganancias (*profit-led*):

- La diferencia entre propensiones a consumir entre clases sociales (trabajadores y capitalistas): mayor diferencia caracteriza a un régimen liderado por salarios. En el caso argentino esta diferencia puede ser menor dada la elevada propensión a consumir de las clases medias y altas que se benefician de los procesos de apreciación real (gastos en bienes importados y turismo al exterior).
- La sensibilidad de la inversión a las ganancias empresariales: menor sensibilidad caracteriza al régimen liderado por salarios.
- El grado de apertura de la economía y la sensibilidad de X y de M a precios relativos e ingresos: menor grado de apertura, menor sensibilidad de exportaciones al TCR e ingreso de socios comerciales, y mayor sensibilidad de importaciones al TCR e ingreso del país caracterizan a un régimen liderado por salarios.

Así como se puede definir un régimen de crecimiento liderado por salarios o liderado por ganancias, las políticas distributivas pueden clasificarse como pro-empleo o pro-capital.

Aquellas políticas caracterizadas como pro-capital son las que típicamente promueven la flexibilidad del mercado laboral, debilitan las negociaciones salariales y los sindicatos, tienden a reducir los salarios mínimos y promover moderaciones en aumentos salariales. En economía abierta: TCR alto es una manera de fijar salarios bajos lo cual sería una política pro-capital, aunque al mismo tiempo también sea pro-empleo.

Por el contrario las políticas distributivas pro-trabajo consisten en regular el mercado laboral, fortalecer negociaciones salariales y a los sindicatos, y fijar

salarios mínimos elevados y promover movilidad salarial. En economía abierta TCR alto.

A partir de las definiciones anteriores si el régimen de crecimiento del país es liderado por ganancias y se aplican políticas distributivas pro-empleo el resultado será una caída del producto, o fluctuaciones cíclicas en derredor de una tendencia al estancamiento económico.

2.4 EVALUACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS POS CONVERTIBILIDAD.

La estrategia de TCR estable y competitivo logró resultados sorprendentes. La economía mostró una vigorosa recuperación del crecimiento con alta generación de empleo y tasas de inflación relativamente bajas en el subperíodo 2002-2007.



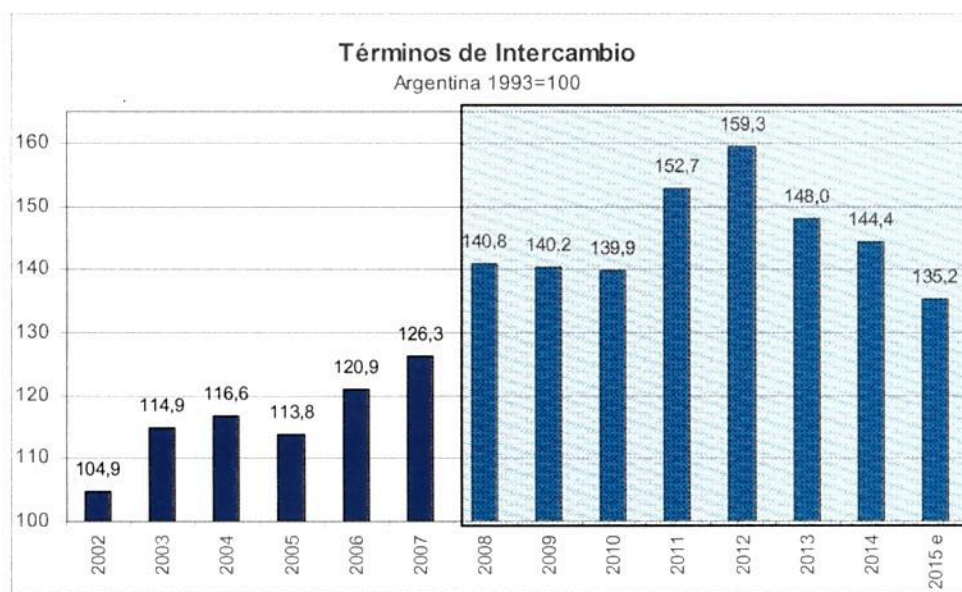
Fuente: estimaciones privadas.

¿Por qué se abandonó la estrategia de TCR estable y competitivo? Es probable que hayan pesado más cuestiones de poder, egos personales, o simplemente la voluntad de imprimirle a la gestión una impronta propia y no compartida, que la mera evolución económica exitosa¹⁸ para incidir en una serie de cambios que se fueron sucediendo. Los cambios se iniciaron principalmente a partir elecciones legislativas de la provincia de Buenos Aires de octubre de 2005

¹⁸ Nestor Kirchner era plenamente consciente de la importancia de la evolución de la economía en su gestión política.

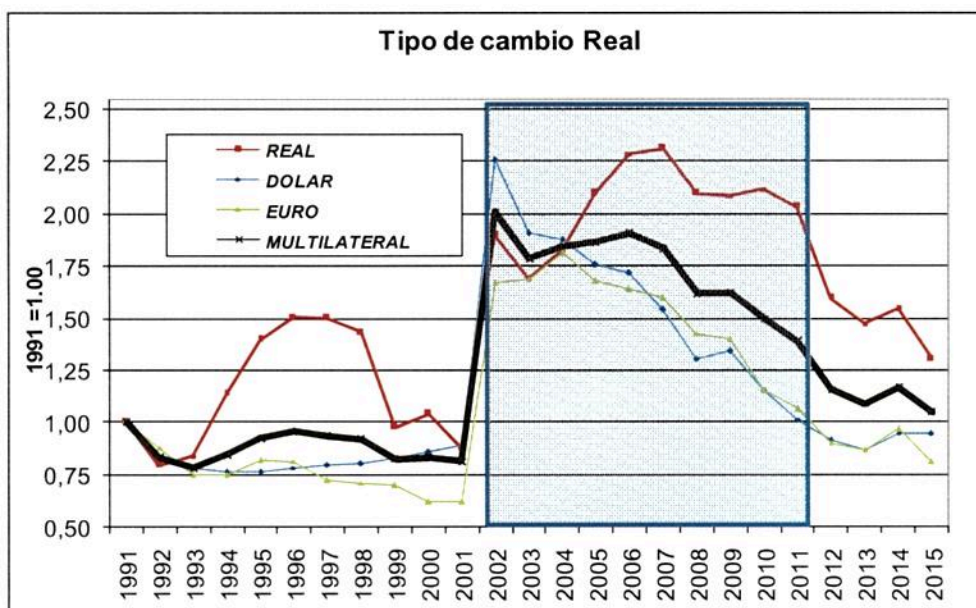
cuando Cristina Fernández de Kirchner "aplastó" a "Chiche" Duhalde. Al poco tiempo Néstor Kirchner reemplazó al ministro de Economía Roberto Lavagna. Pero además, durante 2006 se llevaron a cabo modificaciones políticas, como la reforma del Consejo de la Magistratura, y económicas, como el nombramiento del Secretario de Comercio Interior Guillermo Moreno, que marcarían nuevos rumbos en materia política y económica.

Lo cierto es que, luego de sufrir desde mediados de 2008 los coletazos la crisis financiera internacional, la economía Argentina, que había caído un 3.5% en 2009, se recuperó con un crecimiento de 7.5% en 2010 y un 5% en 2011. Para ello contribuyeron dos factores externos fundamentales. Por un lado: un fuertísimo impulso de las economías emergentes que llevó a los precios de los *commodities* llevando a los términos de intercambio a niveles record históricos, mejora que continuó hasta 2012:



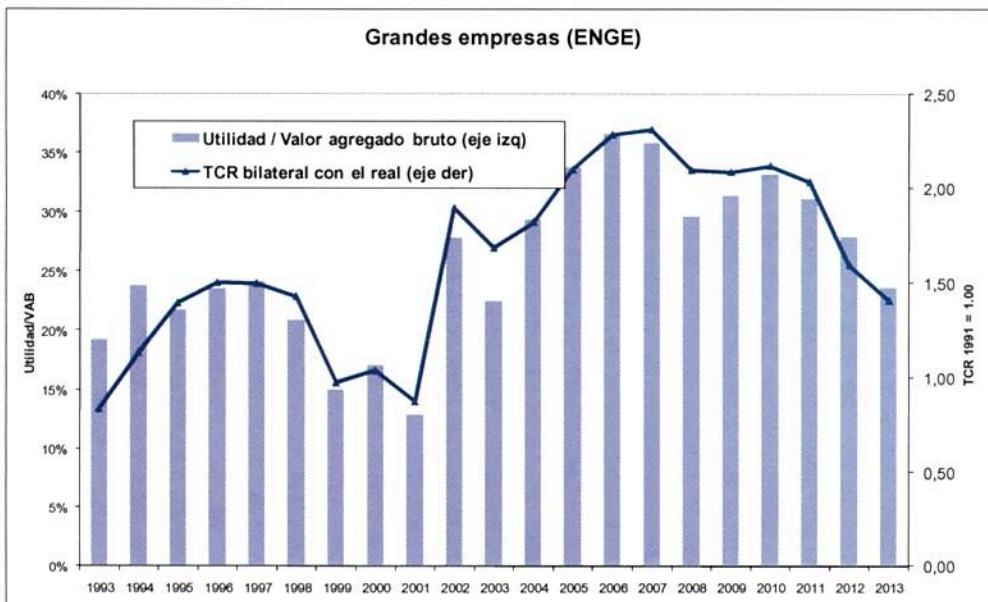
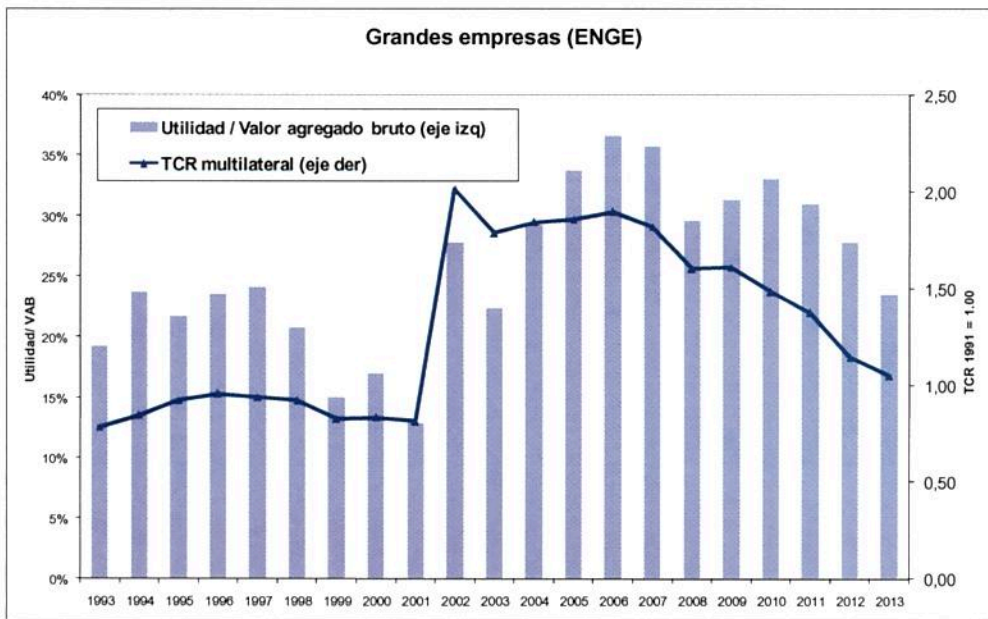
Fuente: estimaciones propias en base a INDEC.

Y, por otro lado, un nivel elevado y sostenido para el TCR bilateral con Brasil (línea roja del gráfico siguiente), que contrastó con la apreciación cambiaria del peso respecto al dólar y al euro.



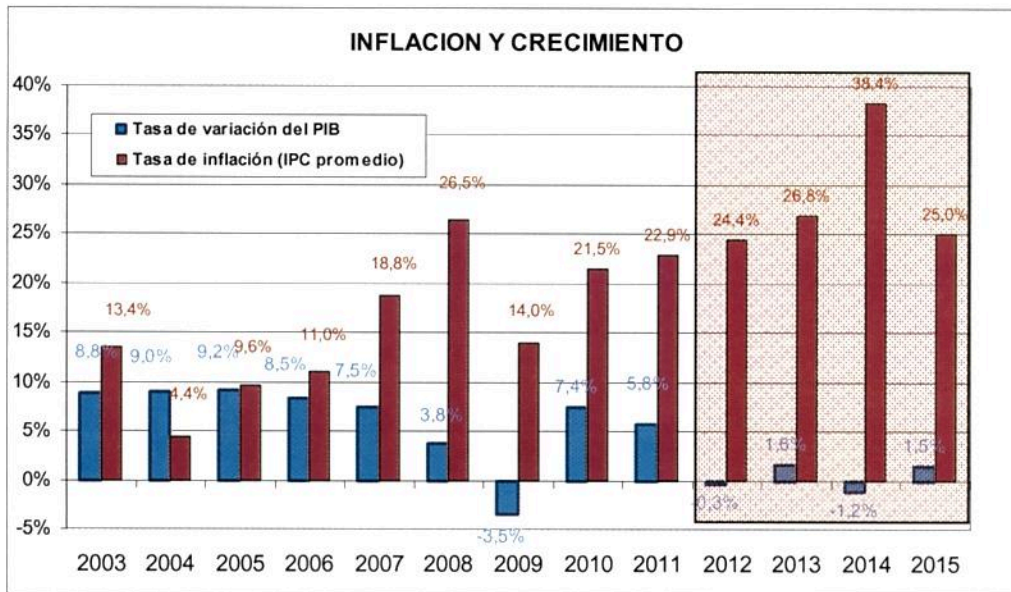
Fuente: Estimaciones propias.

La importancia del TCR bilateral con la moneda brasileña se manifiesta en la elevada correlación que se observa entre las ganancias de las empresas argentina (en relación al valor agregado) y la marcha del TCR bilateral con Brasil. Esto se debe básicamente a que en el comercio con Brasil hay una mayor proporción de productos diferenciados que en el comercio con otras regiones, donde hay mayor participación de *commodities*. A continuación se observa gráficamente cómo para las grandes empresas según la ENGE (Encuesta Nacional de Grandes Empresas) la correlación del ratio ganancias/valor agregado es mayor con el TCR bilateral con el real que la correlación con el TCR multilateral:



Fuente: ENGE y estimaciones propias.

Pero la recuperación del PIB de 2010-2011 no pudo sostenerse. Desde fines de 2011 la economía entró en una etapa de estancamiento con inflación (estanflación) que lleva ya cuatro años.



Fuente: Estimaciones propias (PIB) y privadas (inflación).

La malograda estrategia de impulsar la demanda agregada y el crecimiento vía una redistribución de ingreso admite diversas conjeturas: 1) Que el régimen de crecimiento no sea liderado por salarios. 2) Que aún siendo liderado por salarios reaparezca la restricción externa. 3) Que más allá del régimen, liderado por salarios o por ganancias, se hayan implementado políticas macroeconómicas completamente inconsistentes que impiden el crecimiento sostenido.

i. *Que el régimen de crecimiento no sea liderado por salarios.*

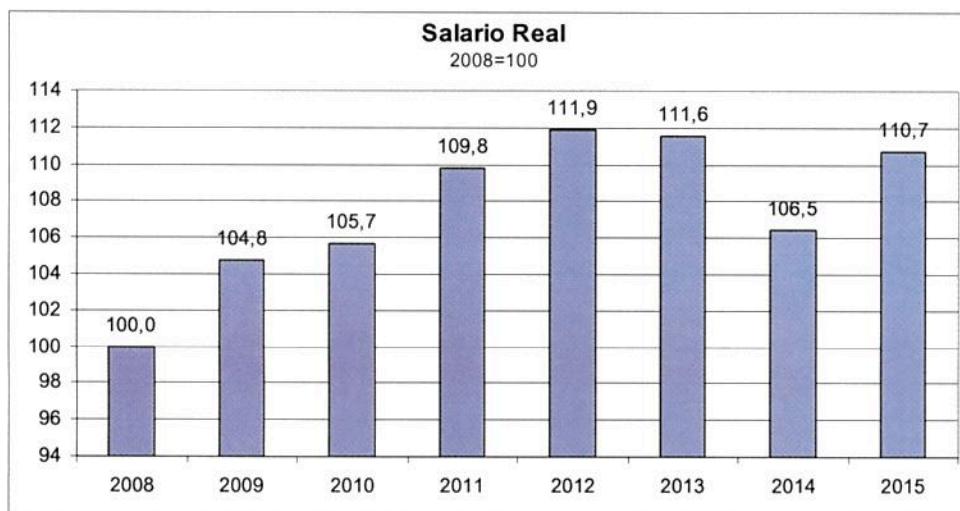
Las políticas distributivas, aplicadas particularmente desde 2008, se contraponen a un régimen liderado por ganancias. Las políticas redistributivas propias del mercado laboral que habían comenzado anteriormente se profundizaron:

- Restablecimiento de negociaciones salariales (paritarias) libres.
- Política activa de recuperación y actualización de salarios mínimos.
- Recuperación del poder de los sindicatos de trabajadores.

Pero llegaría un punto en que serían más que compensadas por la suba de los costos laborales que frenan las inversiones productivas.

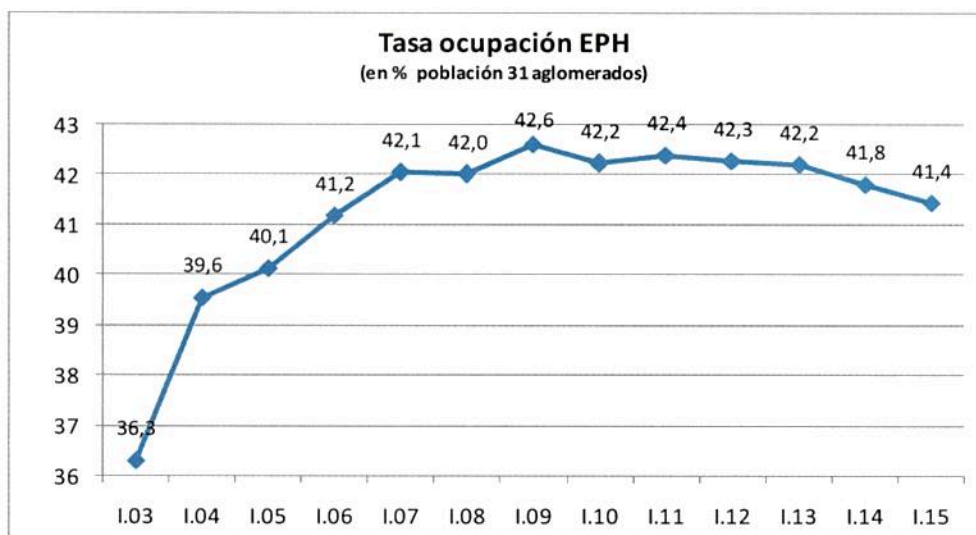
Una rápida evaluación de lo acontecido nos permite afirmar que las políticas

aplicadas efectivamente aumentaron significativamente los salarios reales hasta el 2012 como factor determinante del impulso del consumo. Pero se observa una tendencia declinante desde entonces producto principalmente de una tasa de inflación creciente.



Fuente: elaboración propia en base a índice de salarios oficial y estimaciones de inflación privadas.

Por su parte el empleo también mostró un estancamiento con leve tendencia decreciente en los últimos años. Esto se comprueba en la evolución de la tasa de ocupación registrada por la EPH (Encuesta Permanente de Hogares) del propio INDEC.



Fuente: EPH del INDEC.

No es posible entonces que haya habido un efecto negativo sobre la inversión

que más que compense el efecto positivo sobre el consumo, ya que este último efecto no fue positivo al menos desde 2012.

ii. *Que aún siendo liderado por salarios reaparezca la restricción externa.*

El régimen de crecimiento puede ser liderado por la demanda doméstica si el aumento en el consumo supera a la caída de la inversión, o el régimen de crecimiento puede ser liderado por la demanda total si el aumento en el consumo supera a la caída de la inversión más la caída de las exportaciones neta. Ciertas corrientes poskeynesianas enfatizan el papel del acelerador en lugar de la rentabilidad como determinante de la inversión. Si la inversión se mueve según el ajuste de la capacidad a la demanda exógena, esto es aumentos salariales y transferencias gubernamentales, entonces la inversión es derivada de la demanda y el crecimiento siempre es liderado por los salarios en una economía cerrada. Aún en este caso puede suceder que en una economía abierta la apreciación cambiaria que provoca el aumento salarial determine un impulso negativo sobre las exportaciones netas (de importaciones) que supere al efecto positivo del aumento en el consumo y la inversión derivada sobre el crecimiento. En este caso reaparece en escena de la restricción externa.

La evaluación de lo acontecido en los últimos cuatro años no avala esta segunda conjetura de lo sucedido. No es que la restricción externa no haya acontecido. Desde 2007 la cuasi fijación cambiaria significó un creciente atraso de la depreciación del peso respecto a la inflación, y produjo un sostenido aumento de los salarios en dólares que fueron minando la competitividad. La profundización de esta estrategia con el transcurso del tiempo desató fuga de capitales con pérdida de reservas que se fue acelerando durante 2011 y que se precipitó hacia fines de año luego del triunfo del oficialismo en las elecciones presidenciales. Las autoridades reaccionaron con una serie progresiva de impedimentos tanto a la compra de dólares para ahorro ("cepo"), limitaciones al giro de utilidades al exterior, encarecimiento para la adquisición de dólares para el turismo, y restricciones a las importaciones instrumentadas a través de permisos (declaraciones juradas). Más allá del análisis sobre los efectos de estas medidas sobre las reservas del BCRA, o los efectos sobre la demanda de

dinero, las restricciones tuvieron severos efectos sobre el comercio exterior. Una estimación de las contribuciones al crecimiento del PIB real para el período 2011-2015 muestra que el crecimiento del PIB casi nulo se explica por contribuciones negativas tanto de la inversión como del consumo, pero una contribución positiva de las exportaciones netas que se explica por la mayor caída de las importaciones respecto a la caída de las exportaciones.

Contribuciones al Crecimiento del PIB

2015-2011	Var%	% Anualizado
PIB	1,0%	0,3%
Consumo	-0,3%	-0,1%
Inversión	-0,7%	-0,2%
Exportaciones Netas	2,1%	0,5%
Exportaciones	-4,5%	-1,1%
Importaciones	-6,6%	-1,7%

Fuente: Estimaciones propias.

En resumen la contribución positiva de las exportaciones netas confirma que las medidas aplicadas revirtieron el efecto negativo de la apreciación cambiaria real sobre el crecimiento. En consecuencia no se puede culpar a la restricción externa como el factor determinante de la pobre evolución del PIB en los últimos años.

- iii. *Que más allá del régimen, liderado por salarios o por ganancias, se presente otro tipo de inconsistencias que impiden el crecimiento sostenido.*

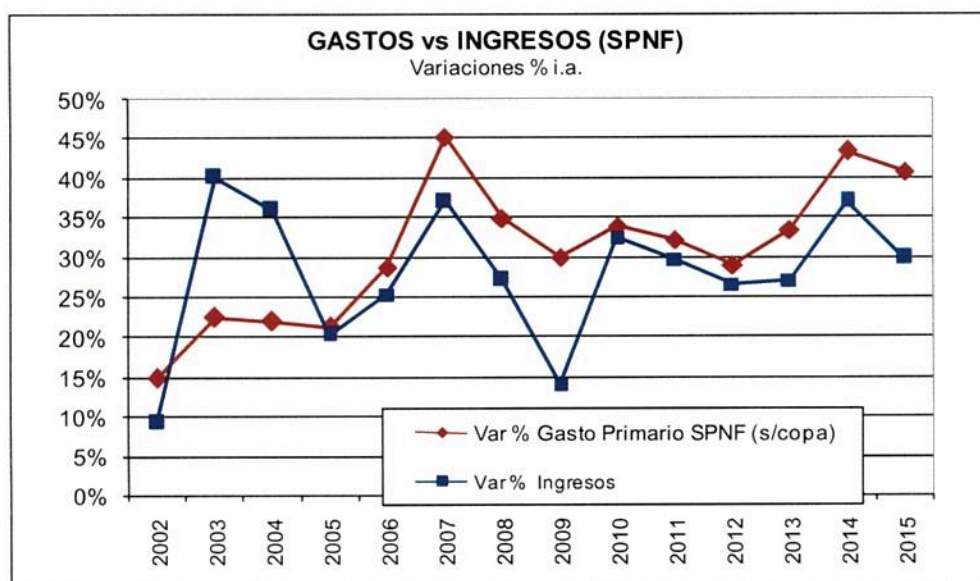
La persistente apreciación cambiaria real se explica por una tasa de inflación relativamente elevada que flagela a la economía argentina por lo menos desde 2007¹⁹, que supera a la tasa de depreciación de la moneda, y que es muy superior a la tasa de inflación de los socios comerciales. Las causas de la inflación pueden ser múltiples y pueden diferir en distintos episodios. Debe hacerse el esfuerzo por determinar la causa principal de cada episodio inflacionario. Las presiones inflacionarias comenzaron a gestarse a partir de

¹⁹ La Argentina tuvo reiterados y prolongados episodios de elevada inflación, incluso mucho más elevada que en la época actual. No obstante, en otras épocas muchos de los socios comerciales del país (por ejemplo los países latinoamericanos) también compartían elevadas tasas de inflación cosa que en estos tiempos no ocurre. En el mundo en general se aprendió a no convivir con elevada inflación.

2005 cuando la misma estrategia de TCR competitivo forzaba una política monetaria/cambiaria expansiva que empezaba a no ser compensada con política fiscal (el llamado impulso fiscal empezaba a ser expansivo) y los sindicatos fortalecidos presionaban por mayores aumentos salariales. Pero estas presiones de demanda y de costos estaban presentes en un contexto de cuentas fiscales superavitarias, situación que se fue modificando con el paso del tiempo y el énfasis de la política fiscal.

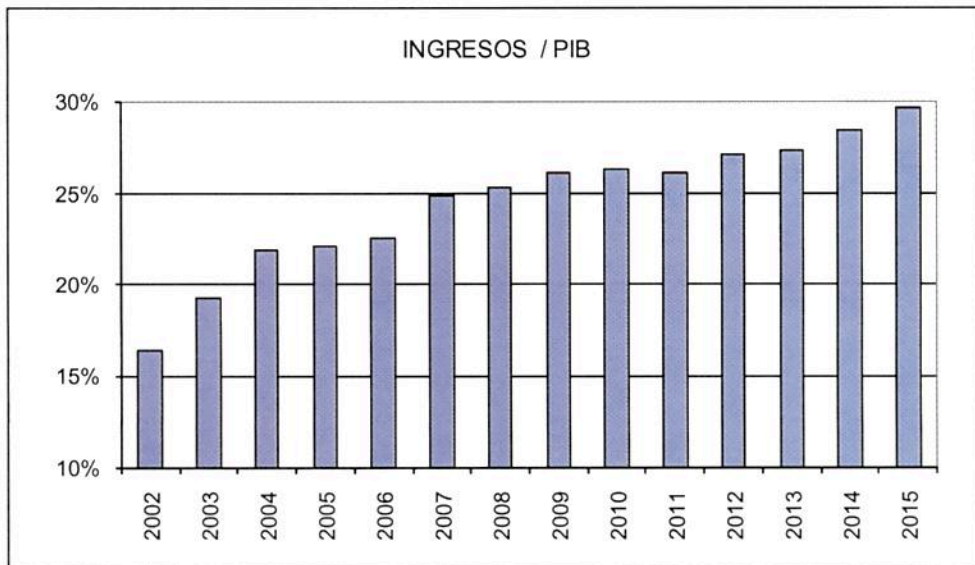
Detrás de la inflación de hoy está el déficit fiscal financiado con emisión monetaria, déficit fiscal producto de un extraordinario crecimiento del gasto público que sobrepasó largamente al aumento de los ingresos tributarios.

Desde 2006 la variación de los gastos primarios del Sector Público No Financiero (SPNF) supera sistemáticamente a la variación de los ingresos corrientes y de capital cuando excluimos las rentas del BCRA y las rentas del ANSES (ambos conceptos deberían ir como financiamiento "bajo la línea").



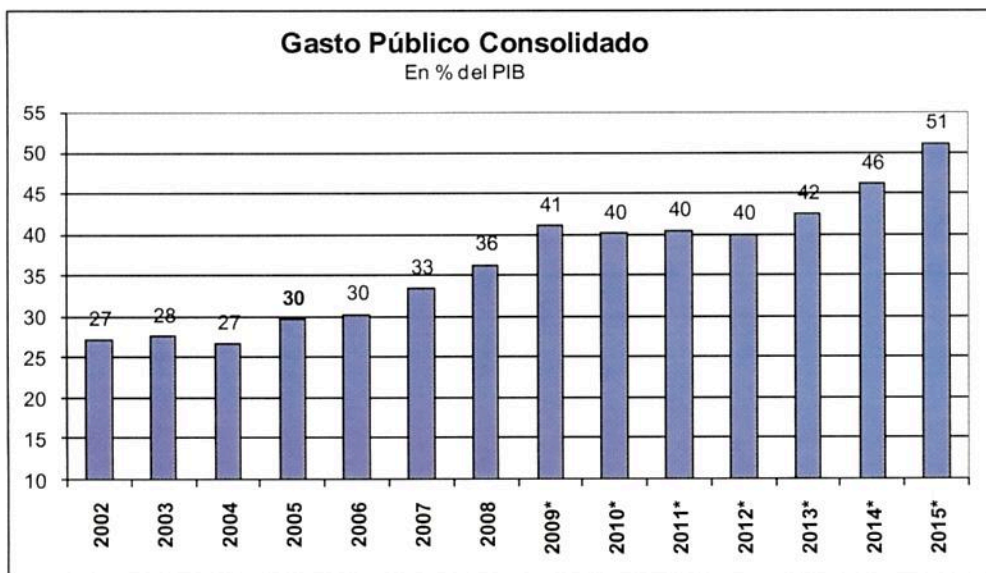
Fuente: En base a Secretaría de Hacienda MECON

Esto a pesar de una extraordinaria performance de los ingresos fiscales que crecieron muy por encima del PIB, resultando en un aumento sostenido de la presión tributaria.



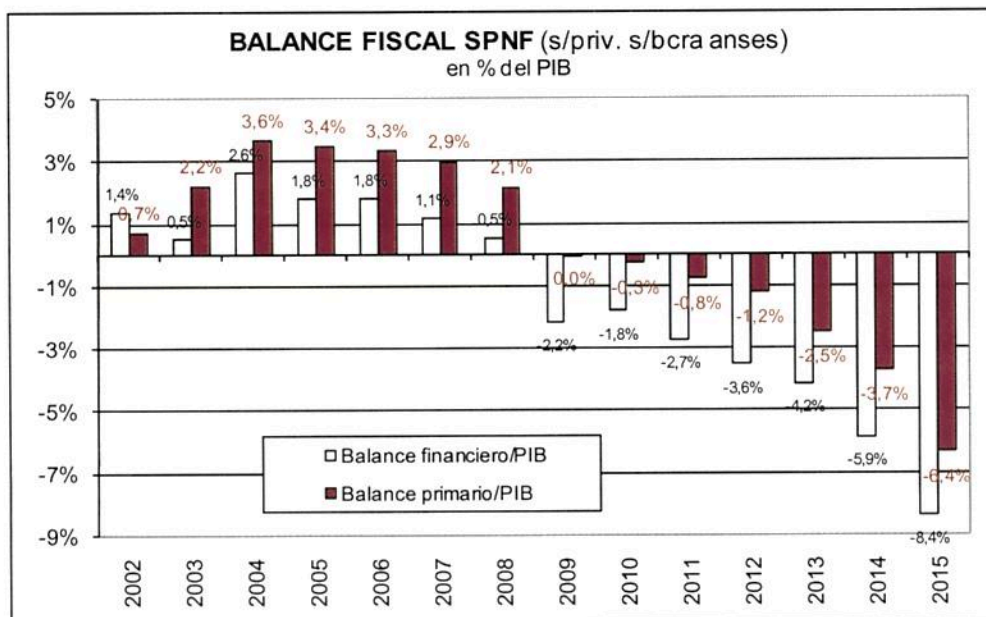
Fuente: Estimaciones propias en base a SPNF Secretaria de Hacienda MECON

El problema es el extraordinario aumento en el gasto público, en todos los niveles de gobierno. El gasto público consolidado (Nación, Provincias y Municipios) se expandió en los últimos años mas de 20 puntos del PIB, hasta alcanzar en el presente al 50% del PIB, nivel similar al de muchos países europeos con un notable estado de bienestar.



Fuente: Estimaciones propias en base a SPNF Secretaria de Hacienda MECON

Esto resultó en un deterioro significativo del resultado fiscal, que de un superávit para el SPNF superior al 3,5% del PIB pasó a ser deficitario desde 2009, déficit que no para de crecer año a año.



Fuente: Estimaciones propias

La mera existencia de déficit fiscal no significa necesariamente que el déficit sea inflacionario. El gobierno podría financiar el déficit emitiendo deuda pública lo cual lo forzaría en períodos futuros a tener superávits para repagar la deuda y ser igualmente solvente²⁰. Este sería un régimen de política monetaria rígida y política fiscal futura restrictiva en la medida que la política fiscal presente sea expansiva. Pero el gobierno argentino prácticamente no tiene crédito. Casi no tiene crédito interno entre otros motivos porque el mercado de capitales local es muy reducido, y tiene escaso crédito externo y a tasas de interés elevadísimas por los extendidos conflictos con los *holdouts* ("fondos buitres").

Con la crisis financiera internacional de 2008 el fisco comenzó no solo a ser deficitario, sino a enfrentarse con serios inconvenientes de financiamiento. Tan solo recordar que las emisiones de bonos externos eran colocadas al gobierno bolivariano de Chavez a una tasa de retorno aproximada al 15%, esto es similar al megacanje del Ministro Cavallo en 2001. En este contexto, de crisis internacional, recesión y reaparición del déficit fiscal interno sin financiamiento externo, es que el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner decidió la reestatización del sistema previsional. Queda muy claro que, más allá de las

²⁰ El tema de la solvencia fiscal se trata detalladamente en el capítulo siguiente.

simpatías políticas que la medida pudo generar en determinados espacios, la reestatización del sistema previsional fue una movida fiscal. El stock de ahorros acumulados por las AFJP (60% eran títulos públicos) pasarían a conformar el FGS (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) y los flujos mensuales de aportes y contribuciones (que iban a las AFJP) pasaban a engrosar las cuentas fiscales.

A pesar de la promesa del entonces jefe de Gabinete Sergio Massa de "un fuerte control parlamentario bicameral" y de un "manejo profesional del los fondos" del FGS, las cuentas fiscales comenzaron a reflejar como ingresos corrientes a una parte de las rentas del FGS, es decir se descapitaliza el fondo que cada vez alcanza para cubrir menos jubilaciones futuras con el objetivo cortoplacista de financiar gastos corrientes.

El déficit fiscal del gobierno nacional continuó creciendo y el gobierno adoptó otras medida para ampliar sus fuentes de financiamiento. Una fue la modificación de la Carta Orgánica del BCRA, cuyo motivación principal no fue precisamente agregar objetivos además de la estabilidad monetaria, sino permitir transferencias crecientes al Tesoro Nacional a través de Adelantos Transitorios. La modificación del art. 20 permite mayor financiamiento con emisión monetaria. Por supuesto que esta es otra fuente adicional de financiamiento que de manera exclusiva dispone el gobierno nacional, y que no disponen las provincias ni los municipios.

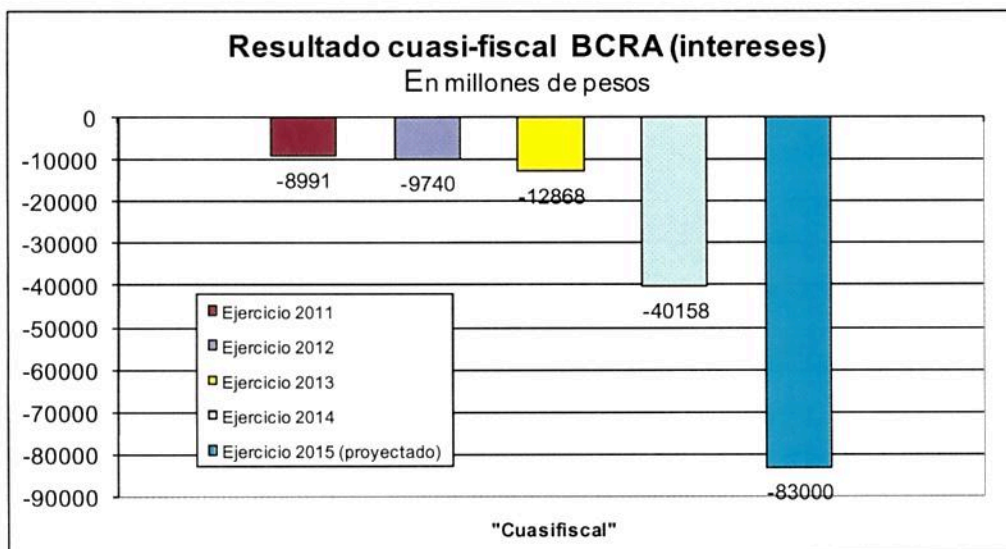
Nada sorprende cuando se observa que la emisión de base monetaria para financiar al sector público muestra una tendencia exponencial ante tanto aumento del gasto y del déficit fiscal cuando se van agotando otras fuentes de financiamiento domésticas y no hay prácticamente financiamiento externo. Entonces el Sector Público, que había sido un factor de contracción de la base monetaria, pasó a ser un factor de expansión de la base. Esta emisión que se registra fundamentalmente vía transferencias de rentas de la propiedad en las cuentas del Tesoro del SPNF ("sobre la línea") y en Adelantos al Tesoro ("bajo la línea") fue creciendo exponencialmente y este año se proyecta que va a aproximarse a 5% del PIB, en consonancia con el creciente déficit fiscal. Cabe destacar que estas rentas extraordinarias no se coparticipan y por lo tanto

permiten al gobierno nacional disponer de una fuente adicional de financiamiento de su fuerte política de gastos.

	<i>Variaciones en millones de pesos:</i>				S.Público/ PIB
	Base Monetaria	Sector Externo Interven.Cambiaria	Sector Público	Sist. Financ. Interven.Monetaria	
2003	17.240	16.488	-984	1.737	
2004	6.086	23.168	-6.537	-10.545	
2005	2.233	28.227	-4.991	-21.003	
2006	25.356	43.006	-5.354	-12.296	
2007	18.912	32.321	-5.305	-8.103	
2008	10.470	-3.075	-8.250	21.795	
2009	12.901	12.638	204	59	0,02%
2010	38.058	46.285	19.478	-27.705	1,2%
2011	62.514	13.315	32.575	16.624	1,6%
2012	84.430	41.086	47.495	-4.152	1,9%
2013	69.845	-32.331	94.082	8.094	2,9%
2014	85.368	48.334	161.508	-124.474	3,8%
2015	160.000	3.000	258.000	-101.000	4,9%

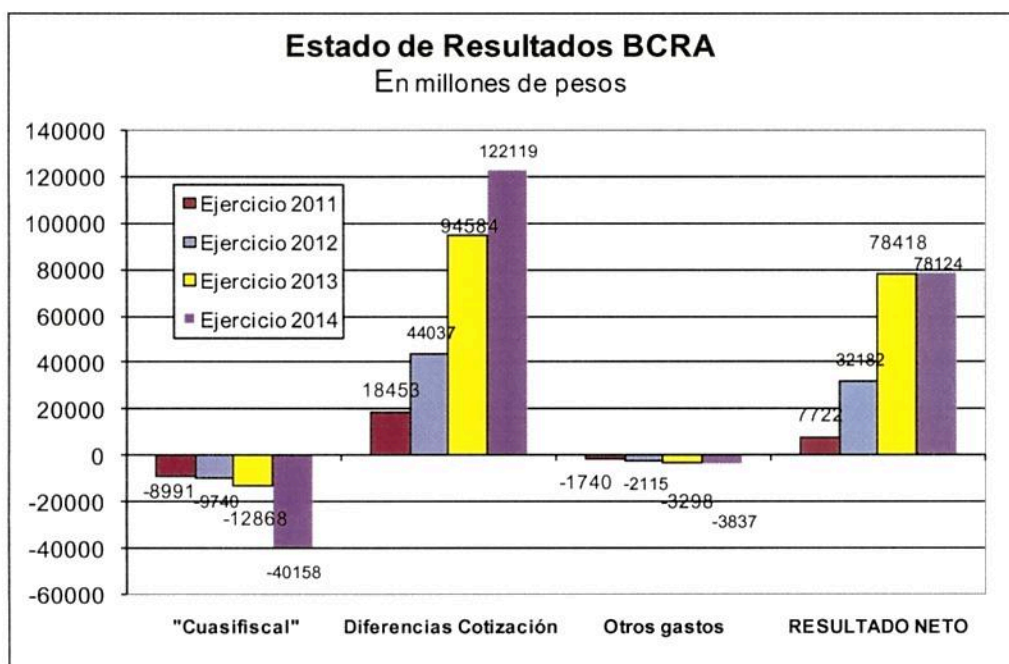
Fuente: BCRA y proyecciones propias.

La "dominancia fiscal" que tiene la política monetaria, esto es la dependencia del BCRA a financiar monetariamente los déficit fiscales, se ve agravada por el llamado déficit cuasi fiscal del BCRA, que surge de restar los intereses perdidos por los pasivos (Lebacs) y los intereses ganados sobre los activos (reservas internacionales).



Fuente: Balance BCRA y proyección propia

En el gráfico siguiente se observa que el resultado neto del BCRA, que luego transfiere al Tesoro vía Rentas de la Propiedad, es producto de las llamadas diferencias de cotización que surgen básicamente como consecuencia de las mayores valuaciones en pesos de los activos en moneda extranjera producto de la depreciación del peso. Son ganancias contables, ficticias, no son líquidas, ni realizadas.



Fuente: Balance del BCRA

2.4 EFECTOS SOBRE LAS ECONOMÍAS PROVINCIALES.

Como país federal la recaudación de impuestos en la Argentina pertenece en principio a las provincias. Las provincias delegaron en la Nación la potestad de recaudar los principales impuestos del sistema tributario y esta centralización en la recaudación generó un sistema de transferencias automáticas de una parte de la recaudación.

El sistema de Coparticipación de impuestos regido por la Ley 23546 del año 1988 y leyes posteriores constituye un sistema altamente complejo al cual se le ha dado en llamar laberinto de la coparticipación. En la masa coparticipable se

incluyen a todos los impuestos nacionales a excepción de la seguridad social, los impuestos al comercio exterior y los impuestos y contribuciones con asignación específica a propósito o destinos determinados. De la masa coparticipable la Nación se queda con el 42.34%, a las provincias les corresponde el 56.66% y el resto conforma el fondo de ATN.

Por una parte el famoso art 7 de la Ley de Coparticipación establece que el monto a distribuir a las provincias, no podrá ser inferior al 34% de la recaudación de los recursos tributarios nacionales de la Administración Central.

Por otro lado numerosos autores han destacado que en las últimas décadas se fueron sucediendo modificaciones que terminan disminuyendo la participación de las provincias en el monto de los recursos recaudados por la Nación. Al mismo tiempo se fueron transfiriendo responsabilidades de gasto desde la Nación hacia los espacios subnacionales que no tuvieron necesaria contrapartida en transferencia de ingresos, al menos de manera automática.

La menor participación de las provincias en la recaudación de recursos ha sido principalmente producto de detracciones especiales de fondos de la masa coparticipable que tuvieron como finalidad financiar el déficit del sistema previsional mixto que se implementó en la década de los 90' y que incluyó un sistema de capitalización donde aportes y contribuciones fueron a integrar los fondos de las AFJP. De esta manera se detrajo de la masa coparticipable el 20% de la recaudación de impuesto a las ganancias, el 11% del IVA y también el 15% de la coparticipación bruta total entre otras detracciones para financiar el déficit previsional.

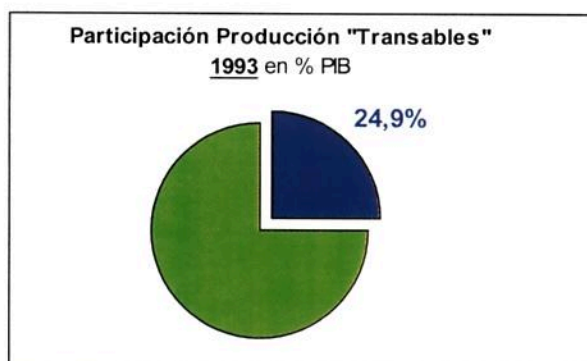
Como consecuencia de la crisis financiera de 2001 se crearon nuevos impuestos cuya recaudación se transfiere a las provincias en un porcentaje inferior a la del resto de los tributos. El impuesto a los débitos y créditos bancarios solamente es coparticipado en un 15%, y de las retenciones a las exportaciones solamente se transfieren a través del Fondo Federal Solidario un 30% de derechos de exportación de la soja.

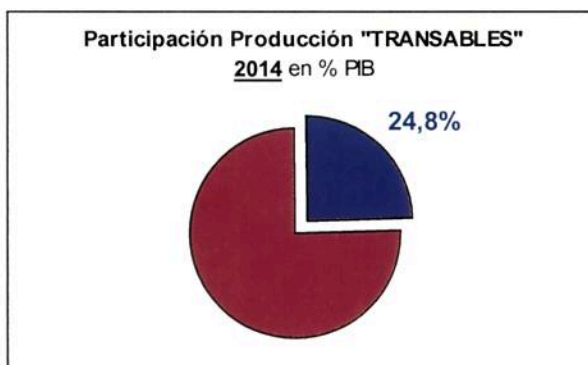
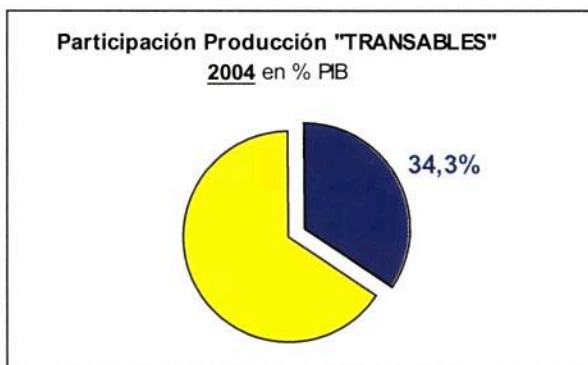
No obstante, la cuestión de la distribución de los recursos no se detiene ahí. La política macroeconómica ejecutada por el Gobierno Nacional tiene efectos sobre la estructura productiva del país y en consecuencia sobre las finanzas provinciales. A continuación se abordan sintéticamente estos efectos, primero cómo influyen las distintas estrategias sobre la estructura productiva del país, y luego, cómo estos efectos se reflejan en la distribución de los recursos a las provincias.

Efectos sobre la estructura productiva.

Los "modelos" macroeconómicos aplicados en la Argentina en los últimos años tienen consecuencias sobre la estructura productiva del país y esto a su vez influye sobre las economías y las finanzas provinciales.

Una forma sintética de evaluar los efectos sobre la estructura productiva del país es a través de la participación de las producciones de los sectores "transables" de la economía en el valor agregado total (PIB). Tomando como actividades "transables" a la suma del sector agropecuario, de la pesca, de la minería y de la industria, a continuación se compara la participación de estos sectores en el PIB total para tres momentos distintos, que corresponden a lo que se ha identifica en el trabajo como a tres políticas macroeconómicas diferenciadas. De la comparación surge que mientras en las cuentas nacionales de 1993 los sectores "transables" representaban el 24,9% del PIB, este ratio pasó a pesar 34,3% del PIB en el año 2004. La participación de los "transables" en el PIB retrocedió al 24,8% del PIB en 2014, prácticamente el mismo porcentaje que en 1993.





Estos cambios en las participaciones de la producción "transable" en el producto no debería sorprender cuando consideramos las modificaciones en los precios relativos fundamentales que prevalecieron en los distintos momentos, a su vez identificados como correspondientes a distintos "modelos" macroeconómicos. El TCR, como precio relativo fundamental para la asignación de recursos entre "transables" y "no transables", pasó de un nivel apreciado en 1993, a un nivel depreciado en 2004, para volver prácticamente al mismo nivel apreciado en la estimación para 2014.

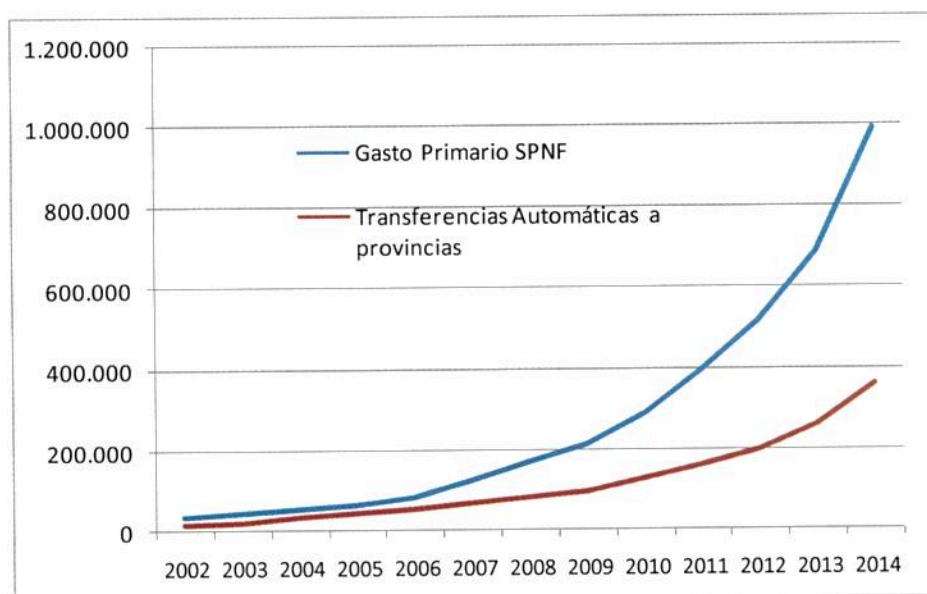
El efecto sobre las economías provinciales de estas distintas estructuras productivas resulta contundente cuando tenemos en cuenta que son las provincias, respecto a la Capital Federal, las que mayor proporción de producción transables poseen.

Efectos sobre la distribución de los recursos.

Mientras que el gasto primario (sin intereses) del SPNF aumentó exponencialmente en los últimos años, las transferencias a las provincias, sea por recursos coparticipados u otros, corrientes y de capital, lo hicieron

muchísimo más moderadamente. Dadas las características del federalismo fiscal argentino las transferencias de la Nación a las Provincias constituyen la principal fuente de recursos genuinos de éstas últimas. Así la política macro condiciona sustantivamente a las finanzas provinciales.

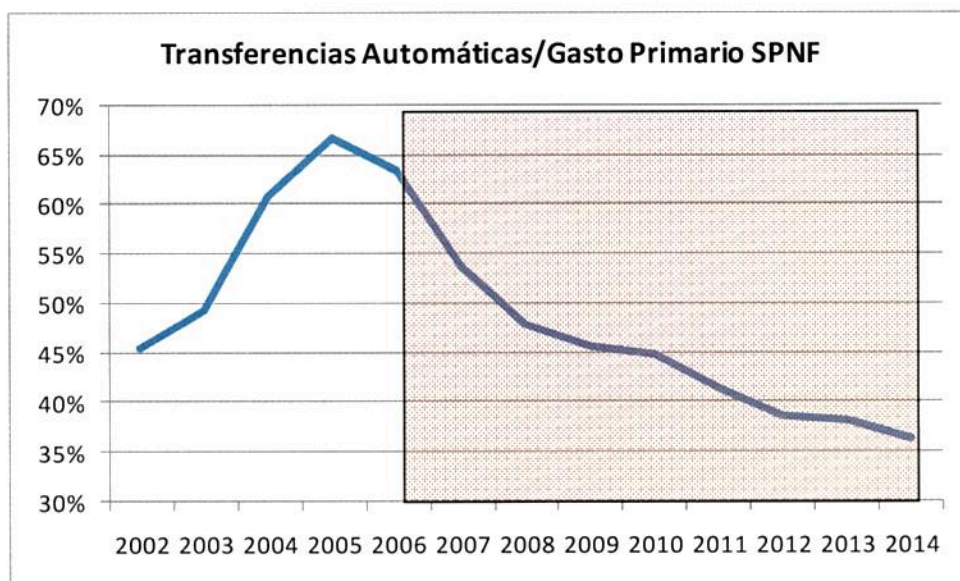
En el gráfico siguiente queda de manifiesto el comportamiento divergente del gasto en Transferencias Automáticas a las Provincias en relación al gasto primario del SPNF que no incluye dichas transferencias. Este último crece exponencialmente mucho más que las transferencias automáticas, valiéndose la aclaración de que se trata de las transferencias corrientes y de capital en concepto de coparticipación federal de impuestos y leyes especiales.



Fuente: elaboración propia en base a SPNF Secretaría de Hacienda MECON.

Nota: en millones de pesos.

El problema del gráfico anterior es que compara valores nominales, que exageran las diferencias. Por eso resulta instructivo graficar la relación entre ambas variables:



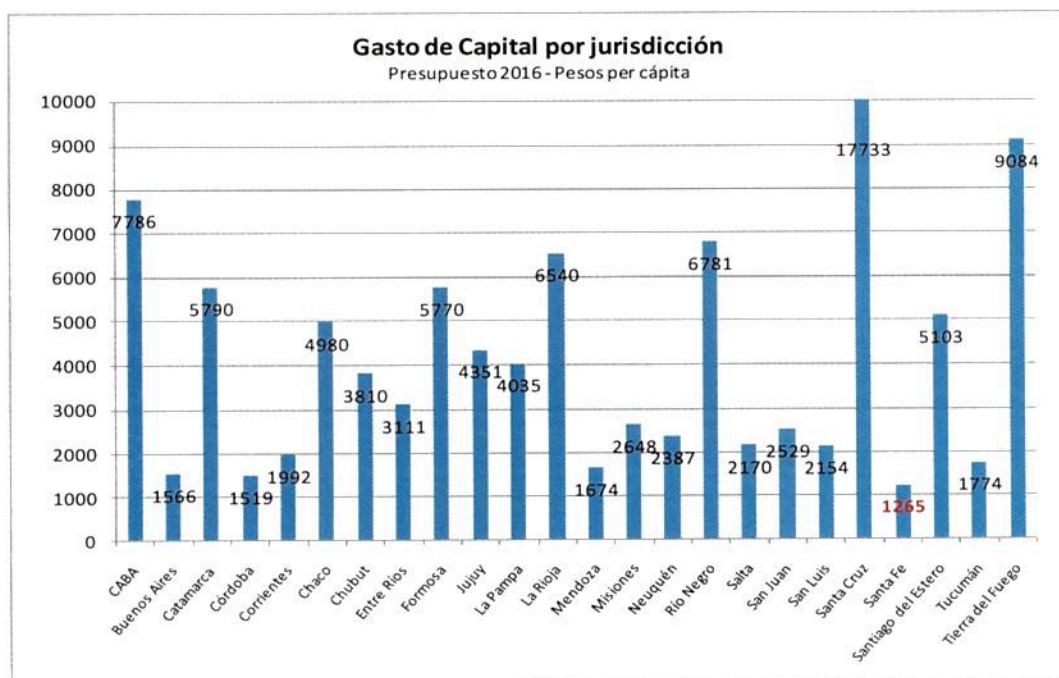
Fuente: elaboración propia en base a SPNF Secretaría de Hacienda MECON.

Observación: la suba de 2004 y 2005 se explica por la moderada suba del gasto público primario combinada con un crecimiento notable de la recaudación coparticipable.

Queda evidente que mientras en el primero de los subperíodos analizados en el trabajo el ratio de las transferencias automáticas sobre el gasto primario tiene una tendencia creciente, a partir de 2006 comienza a derrumbarse de manera casi ininterrumpida. El extraordinario aumento en el gasto público primario nacional no se vió acompañado por un aumento similar en la recaudación coparticipada a las provincias lo cual presionó ostensiblemente a sus finanzas. Esto es así cuando tenemos en cuenta que gran parte de los gastos provinciales, quedan determinados por pautas direccionadas desde el gobierno central (ejemplo paritarias docentes o del personal de trabajadores del estado). Esto sucede porque el gobierno nacional, sea con intención de impulsar la demanda pero también coordinar expectativas, fija pautas para las negociaciones paritarias. Lo cierto es que esos aumentos salariales mayormente deben ser cumplidos por las provincias. Mientras el gobierno nacional entró en déficit crecientemente financiado con emisión monetaria, las provincias y los municipios no cuentan con extraordinaria fuente de financiamiento. Ante esta presión sobre los gastos y sin fuentes adicionales de financiamiento varias provincias recurrieron a reformas para aumentar la presión tributaria de origen provincial y/o golpearon las puertas de la Nación en busca de asistencia financiera. Lo cierto es que esta situación aumentó la

dependencia de los estados provinciales sometidas a las decisiones de la Nación.

Debe notarse que el aumento de gasto público nacional no significa en absoluto que las provincias no se vean beneficiadas en su conjunto. Una buena parte de ese gasto se realiza en los territorios provinciales. La cuestión es que la asignación por jurisdicción se decide centralizada y discrecionalmente desde el gobierno nacional, en muchas ocasiones con criterios políticos, más que económicos o sociales. A modo de ejemplo, a continuación se observa la disparidad en la distribución por provincias del gasto primario en capital que realiza la nación.



Fuente: elaboración propia en base a Presupuesto Nacional y proyecciones de población INDEC.

En síntesis, las provincias no sólo no se ven beneficiadas por el sesgo productivo que imprime un "modelo" que provoca la apreciación cambiaria real. La extraordinaria expansión del gasto público nacional que provoca déficit fiscal financiado con emisión monetaria les genera no sólo presiones en sus gastos sin contrapartida de financiamiento, sino que se produce en un contexto de desigual y sesgada distribución de los gastos nacionales por provincias. En este contexto es que el trabajo se propone evaluar la sustentabilidad fiscal de las

provincias argentinas.

3. SOLVENCIA Y SUSTENTABILIDAD FISCAL: INDICADORES

Para analizar la salud de las finanzas públicas provinciales exploramos los conceptos de solvencia y sustentabilidad fiscales y en función de los mismos recurrimos a una serie de indicadores de sustentabilidad, estáticos y dinámicos, que nos permiten evaluar el comportamiento fiscal reciente de las provincias argentinas.

3.1 SOLVENCIA Y SUSTENTABILIDAD.

Definiciones.

Aunque solvencia y sustentabilidad sean conceptos que a menudo se utilicen indistintamente, resulta conveniente precisarlos desde un punto de vista conceptual. Burnside (2004)²¹ define a la *solvencia* como la habilidad del gobierno para pagar sus vencimientos de deuda permanentemente sin incumplimientos (default) explícitos. En cambio el mismo autor relaciona el concepto de *sustentabilidad* con la habilidad del gobierno de mantener las políticas fiscales y monetarias corrientes al mismo tiempo que se conserva la solvencia. Y agrega que si una determinada combinación de políticas se mantienen y llevan a la insolvencia, entonces las políticas se definen como insostenibles.

La solvencia resulta ser un concepto más amplio que la sustentabilidad, que tiene una significación más restrictiva. Mientras la solvencia requiere hacer frente a los pagos aún cuando las políticas aplicadas en el presente puedan cambiar en el futuro, la sustentabilidad, en cambio, requiere que la solvencia se alcance sin cambios en las políticas, particularmente la posición de la política fiscal. El análisis de la sustentabilidad fiscal se puede entonces entender en términos de la optimalidad de las políticas más que con su factibilidad práctica.

Ambas nociones tienen que ver con la dinámica de la deuda y de las cuentas fiscales, están asociadas al cumplimiento de las llamadas restricciones

²¹ Burnside, Craig (2004), "Assessing New Approaches to Fiscal Sustainability Analysis", Report on Debt Sustainability Analysis, The World Bank, September.

presupuestarias. Para cualquier agente económico, individuo, familia, sector privado, sector público, economía en su conjunto, o en nuestro caso los gobiernos provinciales, la solvencia requiere satisfacer la restricción presupuestaria. La misma establece el límite máximo a los gastos en bienes y servicios en un período determinado (restricción presupuestaria del período) o a lo largo de varios períodos (restricción presupuestaria intertemporal). En todos los casos se trata de identidades contables que, por definición, siempre resultan satisfechas ex post. Mientras en el análisis de corto plazo evalúa el cumplimiento de la restricción presupuestaria del período, el criterio de solvencia de largo plazo se extiende más allá del período corriente, mira hacia delante, y evalúa el cumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal.

En este sentido la solvencia es condición necesaria para la sustentabilidad. La solvencia implícitamente supone que las variables claves proyectadas como ingresos, gastos, tasas de interés, inflación y crecimiento son independientes, de lo cual surge que no podrían ni deberían derivarse prescripciones de política. Pero sabemos que las variables proyectadas son variables endógenas, que están interrelacionadas.

Sustentabilidad del Gobierno nacional y de los gobiernos subnacionales.

Así como no es lo mismo evaluar el desempeño fiscal en una economía avanzada que en una economía en desarrollo, también hay diferencias entre la evaluación de las finanzas públicas nacional y la evaluación de las finanzas públicas provinciales o de otros espacios subnacionales.

Una diferencia radical está relacionada con las alternativas de financiamiento. Los gobiernos de las economías más avanzadas no sólo cuentan con mayores posibilidades de elevar la presión fiscal para financiar gastos públicos, de financiar déficits fiscales con endeudamiento a bajas tasas de interés, sino que además pueden cumplir con sus obligaciones emitiendo dinero, esto es la misma moneda soberana en la cual están denominadas las deudas fiscales. Son los Bancos Centrales quienes, a partir del monopolio de la emisión monetaria, pueden financiar déficit de los Tesoros. En estos casos tiene poco sentido hablar de falta de sustentabilidad fiscal en términos de la habilidad de

pagar las deudas porque siempre es posible cumplir emitiendo moneda. La verdadera restricción está dada por la inflación que potencialmente podría resultar de excederse en esta forma de financiamiento. Solo en circunstancias excepcionales los países más avanzados enfrentan restricciones por contar con monedas "fuertes", producto básicamente de la elevada credibilidad y reputación acumuladas por sus Bancos Centrales a su vez resultado de un adecuado manejo y coordinación de la política monetaria con el resto de las políticas macroeconómicas. Esta es la razón fundamental por la cual la demanda de las monedas "fuertes" se mantiene sostenida, o incluso aumenta muy particularmente en situaciones de crisis dado que la moneda o los bonos del Tesoro en esa moneda se perciben como un refugio seguro (fenómeno que ha sido bautizado como "vuelo hacia la calidad" -flight to quality- y que está relacionado con la función del dinero como reserva de valor).

En cambio, las finanzas públicas de los países en desarrollo pueden enfrentar mayores restricciones a la hora de elevar la presión tributaria para financiar gastos, tasas de interés más elevadas al endeudarse en los mercados financieros, y mayores riesgos de inflación al decidir financiar déficits fiscales con emisión monetaria. Los banqueros centrales en particular y las autoridades económicas en general no tienen en varios de estos países credibilidad y han perdido reputación ante la sucesión de episodios con desbordes monetarios y fiscales. Aunque haya múltiples causas para la inflación, sería una torpeza desechar a estos desbordes como el motivo de numerosos episodios inflacionarios, particularmente en países latinoamericanos y más aún en la Argentina.

Por su parte los gobiernos de los espacios subnacionales no cuentan con la misma batería de instrumentos financieros para cubrir los déficits fiscales que puedan presentarse. El gobierno nacional cuenta con el Banco Central como fuente de financiamiento adicional potencial, más allá de las limitaciones que en cada momento imponga la carta orgánica de la entidad rectora de la emisión monetaria. Podría argumentarse que un sustituto imperfecto a la emisión monetaria es la emisión de cuasimonedas, recurso al cual han acudido algunas provincias argentinas en situaciones de crisis extremas como el final de la

Convertibilidad que debido a la salida de capitales obligó a una fuerte contracción monetaria que retroalimentó la recesión. Pero se trata de un recurso de última instancia dada la conveniencia de manejar la política monetaria de manera centralizada. Otra diferencia generalmente surge de las limitaciones políticas y regulatorias que puedan regir para el financiamiento de las provincias o espacios subnacionales: la emisión de deuda por parte de las provincias suele estar condicionada a la aprobación del gobierno nacional que generalmente actúa como garante de los gobiernos subnacionales. En esta situación la restricción presupuestaria es débil al abrirse la posibilidad de salvatajes (*bail out*) por parte del gobierno nacional frente a una crisis fiscal subnacional. Este riesgo moral puede exacerbarse por la transferencia de funciones desde el gobierno nacional hacia las provincias y municipios si no están acompañadas de facultades recaudatorias que los financien porque se exacerban los problemas de recursos comunes (*common pool resources*).

Solvencia de los gobiernos provinciales.

El punto de partida para el análisis de solvencia de los gobiernos provinciales está determinado por la restricción presupuestaria que no contempla el incumplimiento de los compromisos (*default*) como alternativa de financiamiento, sea a través del repudio abierto o directo de las deudas o sea mediante una vía indirecta como es la inflación producto del financiamiento con emisión monetaria:

$$(1) B_t - B_{t-1} = i \cdot B_{t-1} - T_t + G_t$$

donde B_t es la deuda de la entidad pública al final del período t , i es la tasa de interés nominal de la deuda, T_t son los ingresos del ente fiscal en el período t , y G_t es el gasto primario (sin intereses) de la entidad pública en el período t . El lado derecho de la ecuación refleja el déficit (superávit) fiscal global como la suma de las rentas o pago de intereses sobre la deuda y la diferencia entre los ingresos fiscales y los gastos primarios. En el lado izquierdo está el financiamiento que se realiza a través de la emisión de deuda pública (acumulación en caso de déficit y desacumulación de deuda en caso de

superávit) solamente. Es decir que se asume que los fiscos tienen acceso al crédito para financiar sus déficits.

La diferencia entre los ingresos y el gasto primario define el superávit fiscal primario:

$$(2) SP_t = T_t - G_t$$

Y θ es la tasa de crecimiento de los ingresos nominales de la entidad fiscal:

$$T_t = (1+\theta).T_{t-1}$$

El análisis del desempeño fiscal suele realizarse en términos de que se denomina "carga" de la deuda, esto es el ratio entre el stock de la deuda pública y alguna medida flujo que refleja el tamaño de la economía, que generalmente es el producto (PIB) pero que también pueden ser los ingresos fiscales del espacio subnacional. A propósito dos entidades fiscales pueden tener la misma relación deuda/PIB pero distintos niveles de ingresos. Si el menor ratio deuda/ingresos se debe a una menor presión fiscal provocada por menor esfuerzo recaudatorio, entonces el indicador deuda/PIB da una mejor idea de la capacidad de la entidad fiscal de repagar sus deudas. En cambio si el menor ratio deuda/ingresos se explica en una diferencia estructural que impide aumentar la presión fiscal, entonces el ratio deuda/ingresos será una medida que refleje esta situación más adecuadamente que la relación deuda/PIB. También puede suceder que no se disponga de mediciones de actividad económica para los espacios subnacionales (PBG -producto bruto geográficos provinciales) o que los datos sean de baja calidad lo cual recomienda utilizar directamente los ingresos fiscales en el denominador del ratio.

Reemplazando (2) en (1), deflactando por los ingresos nominales y considerando que las letras minúsculas representan variables reales, queda reformulada la restricción presupuestaria del período t:

$$(3) b_t = (1+i)/(1+\theta) \cdot b_{t-1} - sp_t$$

Para alcanzar la restricción presupuestaria intertemporal asumimos que el período presente es el período t, escribimos la restricción presupuestaria para el período t+1, reemplazando la definición de b_t

$$b_{t+1} = (1+i)/(1+\theta) \cdot [(1+i)/(1+\theta) \cdot b_{t-1} - sp_t] - sp_{t+1}$$

$$b_{t+1} = (1+i/1+\theta)^2 \cdot b_{t-1} - (1+i/1+\theta) \cdot sp_t - sp_{t+1}$$

Repetimos el procedimiento escribiendo la restricción presupuestaria para el período t+2, reemplazando la definición obtenido para b_{t+1}

$$b_{t+2} = (1+i/1+\theta)^3 \cdot b_{t-1} - (1+i/1+\theta)^2 \cdot sp_t - (1+i/1+\theta) \cdot sp_{t+1} - sp_{t+2}$$

Expresamos en valor actual asumiendo que la tasa de interés iguala a la tasa de descuento:

$$b_{t+2} / (1+i/1+\theta)^2 = (1+i/1+\theta) \cdot b_{t-1} - sp_t - sp_{t+1} / (1+i/1+\theta) - sp_{t+2} / (1+i/1+\theta)^2$$

Y así sucesivamente, iteramos el proceso hacia adelante hasta despejar la restricción presupuestaria para el período t+n, con n grande, en valor actual:

$$b_{t+n} / (1+i/1+\theta)^n = (1+i/1+\theta) \cdot b_{t-1} - sp_t - sp_{t+1} / (1+i/1+\theta) - sp_{t+2} / (1+i/1+\theta)^2$$

$$(4) b_{t+n} / (1+i/1+\theta)^n = (1+i/1+\theta) \cdot b_{t-1} - \sum_{s=0}^n \frac{sp_{t+s}}{(1+i/1+\theta)^s}$$

Esta condición nos dice que el ratio deuda/ingresos final t+n (lado izquierdo) debe igualar al ratio de deuda inicial t-1, menos el valor actual de los superávits fiscales primarios futuros desde el período s al n.

El problema con la condición (4) es que si el gobierno se queda con deuda al final significará que determinados individuos se queden como acreedores, lo cual no es racional dado que estos individuos habrán reducido el valor actual

de su consumo y su bienestar comparado con una situación en que elijan no quedarse con deuda del gobierno situación en la cual habrían consumido más y y gozarían de un bienestar superior (ver O'Connell and Zeldes 1998²²).

Por otra parte debería eliminarse la posibilidad de que un gobierno con un déficit primario permanente se endeude indefinidamente de manera de cubrir el pago conjunto de principal e intereses. Si el gobierno se endeuda período a período para cubrir un déficit e ir pagando vencimientos de principal e intereses, entonces la deuda crece más rápido que el pago de intereses. Se asume que en algún momento este esquema de endeudamiento indefinido se corta porque no hay prestamistas dispuestos a seguir con este juego de financiamiento indefinido. Para descartar este juego, llamado juego tipo Ponzi, que lleva a una explosión de la deuda, se debe suponer la deuda del gobierno debe igualar a cero en valor presente. Por eso para n grande la definición de solvencia requiere que se cumpla la siguiente condición:

$$(5) \lim_{n \rightarrow \infty} b_{t+n} / (1 + i/1 + \theta)^n = 0$$

Esta condición de que no haya esquema Ponzi, llamada de transversalidad, es la condición de solvencia, y significa que el factor de descuento $1/(1+i/1+\theta)$ debe ser menor que uno, lo cual requiere que la tasa de interés sea superior a la tasa de crecimiento de los ingresos (o el producto). En decir, la condición nos dice que el ratio deuda/ingresos no debe crecer a una tasa que supere a la tasa de interés efectiva (descontando el crecimiento de los ingresos). Imponiendo esta última condición la restricción presupuestaria intertemporal se reescribe:

$$(6) b_{t-1} = \sum_{s=0}^n \frac{SP_{t+s}}{(1 + i/1 + \theta)^{s+1}}$$

Entonces el valor presente de los superávit primarios futuros debe exceder al valor presente de los déficits primarios futuros en una magnitud suficiente para cubrir el stock de deuda inicial. Para ser solvente el gobierno no puede tener déficits primarios permanentes pero sí puede tener déficit global o financiero si

²² O'Connell, Stephen and Zeldes, Stephen (1988), "Rational Ponzi Games", *International Economic Review*, Vol 29, August.

es que tiene superávit primario, aunque sea pequeño y no alcance a cubrir la totalidad de los intereses, siempre y cuando la deuda crezca menos que la tasa de interés de la misma (ver Chalk and Hemming 2000²³).

De acuerdo a la ecuación (6) si bien un gobierno deficitario en el período corriente no puede tener déficit primario permanente sería igualmente solvente intertemporalmente si pudiese realizar ajustes futuros en sus ingresos y/o en sus gastos que reviertan el déficit en superávit de manera suficiente para pagar deuda inicial, por más que estos ajustes sean de gran magnitud y extremadamente costosos. Por esta razón es que suele decirse que se trata de una restricción débil.

La ecuación (6) supone que el gobierno evita incumplir sus compromisos (*default*), reestructurar la deuda, o financiarse con emisión monetaria que tiende a generar inflación de manera de licuar sus pasivos²⁴, sino que prefiere que el ajuste se produzca en las políticas de ingresos y de los gastos primarios (antes del pago de intereses).

Sin embargo, un gobierno puede decidir incumplir sus compromisos de manera abierta (*default*) o de manera indirecta a través de la licuación de pasivos que provoca la inflación. Esta decisión de repudiar o reestructurar la deuda puede basarse en el elevado costo de corto plazo que significa un ajuste en el resultado fiscal (reducción de gasto o aumento en la presión tributaria) en términos de producto y empleo, que además puede retroalimentarse en expectativas desmejoradas para la economía que muestra inicialmente un mayor peso de la deuda (suba en ratio deuda/PIB) en lugar de una reducción. En este caso los costos de pagar superan a los beneficios de no pagar en la evaluación del deudor. En definitiva se trata de una decisión fundada en un juicio de valor sobre costos y beneficios de las distintas formas de cumplir con la restricción presupuestaria de cada gobierno. En el análisis tradicional el

²³Chalk, Nigel and Hemming, Richard (2000): "Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice", IMF Working Paper WP/00/81, April.

²⁴ La licuación de pasivos mediante la inflación puede considerarse como un tipo de *default* parcial de la deuda.

default o la inflación no son alternativas convenientes por los elevados costos que involucran.

Para los gobiernos nacionales los costos del repudio de las deudas se transforman en diversas sanciones que pueden ir desde represalias comerciales hasta las “sanciones financieras” que se traducen en primas por riesgo de *default* implícitas en los rendimientos de los bonos soberanos emitidos. Estas sanciones suelen afectar la inversión y el crecimiento de las economías. A pesar de ello el listado de episodios de *default* es considerable y se extiende a numerosos países a través de los años²⁵.

Por su parte utilizar la inflación para licuar deudas también puede resultar extremadamente costoso en términos de crecimiento. Una tasa de inflación reducida puede ayudar al crecimiento, particularmente cuando se requieren ajustes de precios relativos ante inflexibilidades a la baja de determinados valores nominales. Sin embargo, niveles elevados de inflación, que superan ciertos umbrales (generalmente un dígito), están asociados a menor crecimiento del producto de largo plazo (PIB potencial), básicamente por las distorsiones que provoca la inflación sobre las decisiones de inversión y la productividad de la economía²⁶.

Por último las dudas sobre la solvencia fiscal afectan la efectividad de las políticas fiscales en el papel que puedan cumplir para estabilizar el ciclo económico. Por ejemplo, ante un shock adverso que provoca una recesión la política fiscal puede resultar inefectiva para suavizar el ciclo; el valor del multiplicador fiscal puede reducirse sustantivamente si el financiamiento de un mayor déficit requiere convalidar tasas de interés más elevadas. Entonces esta falta de “espacio fiscal” puede inhibir la función anticíclica de la política fiscal en comparación con situaciones de holgura fiscal en las cuales no está en dudas la sustentabilidad de la deuda. Ramey y Ramey (1995) presentan evidencia

²⁵ Reinhart, Carmen and Rogoff, Kenneth (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

²⁶ Khan, Mohsin and Senhadji, Abdelhak (2000): "Thresholds Effect in the Relationship between Inflation and Growth", IMF Working Paper, WP/00/110, June.

empírica en la cual encuentran que los países con mayor volatilidad macroeconómica registran menor crecimiento económico²⁷.

Los beneficios que se derivan de la solvencia fiscal a nivel de los gobiernos nacionales son indudables. Sin embargo, los argumentos no se extrapolan de manera directa a los gobiernos subnacionales. En el caso de los espacios subnacionales se presentan situaciones especiales que pueden sesgar los resultados fiscales hacia el déficit. Un problema es el de los recursos comunes que presentan muchos federalismos fiscales como el argentino en el cual una parte sustantiva de los ingresos fiscales de las provincias provienen de fondos recaudados a nivel nacional y que son coparticipados a las provincias. Esto puede llevar a situaciones de *free riding*, explicado por la menor responsabilidad que perciben las provincias cuando la mayor parte de los ingresos provienen de la nación y no de recaudación propia. Otro problema puede surgir cuando el gobierno nacional aparece como el garante último de las finanzas provinciales, lo cual hace que la restricción presupuestaria subnacional sea muy débil al esperarse que ante cualquier dificultad la provincia sea rescatada por la nación (*bail out*). La probabilidad de salvataje puede incentivar la irresponsabilidad fiscal de los espacios subnacionales. Este riesgo moral (*moral Hazard*) está asociado a los problemas de recursos comunes y de restricciones presupuestarias débiles. Sin embargo, las provincias pueden estar sujetas a sanciones que resultan más efectivas que las sanciones que podrían sufrir los gobiernos nacionales.

Un concepto más operativo: la sustentabilidad.

La sostenibilidad fiscal consiste en determinar si el gobierno puede seguir aplicando sus políticas y mantenerse solvente (pagar indefinidamente sin incluplir). Es una aproximación más práctica que suele asociarse operacionalmente con la estabilidad de la razón deuda/producto. Una posición fiscal se considera sostenible cuando el ratio deuda/producto (o deuda/ingresos) converge a un estado estacionario, mientras que la posición fiscal es insostenible cuando diverge. De esta manera la sustentabilidad es un concepto

²⁷ Ramey, Garey and Ramey, Valerie, (1995): "Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth", *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 5, December.

menos amplio, más restrictivo, que la solvencia, al requerir que la deuda del gobierno no crezca en términos relativos al producto (PIB) o a los ingresos fiscales. En cambio, la solvencia, definida en términos de esquema no Ponzi, requiere que la deuda no crezca tan rápido como la tasa de interés. Cuando hay crecimiento del PIB la solvencia requiere que el ratio deuda/PIB no crezca más rápido que la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento del PIB. La solvencia debe entenderse como una condición necesaria para la sustentabilidad porque aquella podría alcanzarse con ajustes futuros muy grandes y costosos. Por eso es que la sustentabilidad significa lograr solvencia a través de políticas sin cambios. Esto es sin ajustes futuros significativos en ingresos, en gastos primarios o en el financiamiento requerido para pagar intereses de la deuda.

A partir de la restricción presupuestaria para el período corriente explicitada por la ecuación (3), la sustentabilidad fiscal asume que el ratio de la deuda permanece constante, de modo que:

$$b_t = b_{t-1} = \bar{b}.$$

Bajo estos supuestos se puede despejar el ratio superávit primario/ingresos (o producto) "requerido" para sostener un determinado ratio deuda/ingresos (o producto) constante en el tiempo:

$$(7) \bar{sp} = (i - \theta)/(1 + \theta) \cdot \bar{b}$$

La siguiente expresión aproxima a la ecuación (7) para θ pequeño:

$$(8) \bar{sp} \cong (i - \theta) \cdot \bar{b}$$

Esta ecuación nos dice que para que la política fiscal sea sustentable, es decir que se pueda sostener un dado ratio de deuda constante (\bar{b}), el superávit primario debe igualar al pago de intereses efectivo, esto es los intereses de la deuda descontados del crecimiento del ingreso. Una primera condición es $i > \theta$, que la tasa de interés sea superior al crecimiento de los ingresos (o el

producto)²⁸, dado que de otra forma siempre habría sostenibilidad pues el ratio de la deuda tendería a cero. De no darse esta primera condición la restricción presupuestaria no sería relevante.

El ratio de superávit primario requerido (\overline{sp}) es mayor cuanto mayor sea el ratio de la deuda inicial, cuanto mayor sea la tasa de interés de la deuda, y cuanto menor sea la tasa de crecimiento de los ingresos (o el producto). De la expresión (8) se puede despejar:

$$\theta \overline{b} \cong i \overline{b} - \overline{sp}$$

Nótese que la definición de sustentabilidad no permite que con un fisco endeudado sea sostenible un déficit primario permanente, pero si admite que haya déficit global permanente, esto es que el pago de intereses supere al superávit primario en el lado derecho de la expresión anterior, porque el crecimiento económico "repaga" una parte de la deuda.

Por tratarse de identidades es que también puede despejarse la tasa de crecimiento de los ingresos "requerida" o "necesaria" para sostener un determinado ratio de deuda, dadas la tasa de interés y un determinado resultado fiscal primario.

$$\overline{\theta} \cong i - \overline{sp} / \overline{b}$$

Y desde otra perspectiva, se puede despejar el ratio de deuda sostenible, que será mayor cuanto menor sea la tasa de interés y mayor sea el crecimiento, para un dado ratio de superávit primario:

$$\overline{b} \cong \overline{sp} / (i - \theta)$$

²⁸ Si bien es cierto que muchas economías logran crecer por encima de la tasa de interés por períodos prolongados, debe tenerse en cuenta que $i > \theta$ es un supuesto de largo plazo, compatible con la eficiencia dinámica en la teoría neoclásica del crecimiento. De lo contrario con $i < \theta$ en el "estado estacionario" habría una sobre acumulación de capital.

Sin embargo, el sostenimiento en el tiempo del ratio de la deuda/ingresos (o el producto) actual, no necesariamente constituye una señal de buena salud fiscal. Paradójicamente la sustentabilidad puede no ser sostenible, y en particular no resulta necesariamente óptima. Es posible que algunos entes fiscales tengan que apuntar a un nivel de deuda más bajo mientras que otros puedan apuntar a otro más elevado. En cada caso la sustentabilidad de cada entidad fiscal deberá definirse en función de alcanzar su objetivo expresado por un ratio en particular.

Por un lado las provincias y demás estados subnacionales pueden enfrentar restricciones en los mercados de crédito o estar sujetas a regulaciones nacionales que las fuercen a tener como objetivo ratios deuda/ingresos (o producto) inferiores a los que podrían tener como objetivo en caso de contar con acceso perfecto a los mercados financieros y de capitales. Por otro lado si la deuda provincial está instrumentada en bonos puede suceder que los inversores deseen reducir su exposición a los bonos provinciales, no estando dispuestos a refinanciar la deuda y/o requiriendo tasas de interés más elevadas. Por supuesto que bajo estas circunstancias, la menor demanda del mercado por bonos emitidos por las provincias o la mayor tasa de interés solicitada para refinanciar los vencimientos requieren un superávit fiscal primario más elevado en la transición hasta tanto la deuda se reduzca al nivel que el mercado está dispuesto a financiar a tasas "normales".

Solvencia, liquidez y sustentabilidad.

Las nociones de solvencia y sustentabilidad tienen que ver con habilidad de pago en el largo plazo. Ambas requieren el cumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal. En cambio la idea de la liquidez está asociada a la restricción presupuestaria intratemporal más que a la restricción presupuestaria intertemporal, es decir es un concepto de corto plazo más que de largo plazo. Una entidad es insolvente si el valor presente de los superávits primarios futuros no alcanza para cubrir el valor inicial de la deuda. Por su parte una entidad es ilíquida si, más allá que se satisfaga la condición de solvencia, sus activos líquidos y el financiamiento disponible no alcanzan para cumplir con los vencimientos del período.

La iliquidez suele manifestarse en la ausencia de financiamiento o en subas en la tasa de interés del nuevo endeudamiento. Particularmente en economías en desarrollo los gobiernos suelen enfrentarse con este tipo de restricciones crediticias. Esto sucede con mucha menos frecuencia en países avanzados, cuyos gobiernos tienen la facultad de emitir monedas "fuertes", con sostenida demanda, que les permiten satisfacer la restricción presupuestaria. En estos casos la verdadera restricción presupuestaria estaría dada por la tasa de inflación.

Los problemas de liquidez y las restricciones crediticias bien pueden relacionarse con el concepto de sustentabilidad entendido como la satisfacción de la condición de solvencia sin mayores correcciones en las políticas de ingresos y gastos dados los costos de financiamiento de mercado.

3.2 INDICADORES DE SUSTENTABILIDAD.

Evaluar la solvencia, entendida como el cumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal sin incumplimientos, implica adoptar un enfoque de largo plazo, que mira hacia delante (*forward looking*) y que en consecuencia requiere proyectar ingresos y gastos futuros, así como la tasa de interés y el crecimiento económico futuros esperados. A la dificultad de proyectar variables a futuro se agrega que las mismas están interrelacionadas, no son independientes como se asume implícitamente en la restricción presupuestaria intertemporal, sino endógenas. La construcción de indicadores de sustentabilidad fiscal intenta superar estos inconvenientes.

Talvi y Vegh (2000)²⁹ propusieron derivar un indicador que haga la definición de solvencia fiscal operativa. Por ello plantean la estimación de un modelo de desempeño fiscal "verdadero" en el cual el resultado fiscal depende de una

²⁹ Talvi y Vegh, (2000), "La sostenibilidad de la política fiscal: un marco básico", en Talvi y Vegh *¿Como armar el rompecabezas fiscal?: nuevos indicadores de sustentabilidad*, Washington DC, Banco Interamericano de Desarrollo.

serie de variables económicas, políticas, institucionales, etc. En función de las expectativas sobre estas variables que se proyectan a futuro según el modelo se determina un sendero de valores para el resultado fiscal (variable dependiente). Para un stock inicial de la deuda se proyecta un sendero para la relación deuda/producto dadas las trayectorias esperadas para la tasa de interés y el crecimiento de la economía y el sendero para los resultados fiscales primarios. Un indicador "verdadero" de sustentabilidad puede definirse a partir de la diferencia entre el ratio de superávit primario requerido y el ratio de superávit primario permanente:

$$IS^* = \bar{sp} - sp^* = (i - \theta)\bar{b} - sp^*$$

Donde el ratio de superávit primario requerido (\bar{sp}) es aquel necesario para estabilizar el ratio de deuda, y el ratio de superávit permanente (sp^*) es el valor constante de los superávit primarios futuros proyectados.

Una limitación categórica de esta aproximación práctica a la sostenibilidad fiscal es la gran cantidad de datos necesarios para estimar el modelo "verdadero" que tiene el comportamiento fiscal y en consecuencia el valor constante de los superávit futuros proyectados³⁰. Este es el motivo principal por el cual surgió una literatura empírica mucho menos formal, con menor requerimiento de datos, literatura focalizada en definir indicadores prácticos de sustentabilidad que permitan medir cuando una política fiscal deja de ser sustentable.

Hay una serie de indicadores de sustentabilidad fiscal que intentan superar los inconvenientes planteados:

Indicador de sustentabilidad de Buiter.

³⁰ La proyección de variables a futuro introduce la incertidumbre lo cual nos lleva a referirnos en términos de probabilidades. Ver Mendoza E. y Oviedo, P. (2003), "Public Debt Sustainability Under Uncertainty", BID, Washington, inédito.

Siguiendo a Buitter (1985)³¹ la posición fiscal de un gobierno es sostenible mientras logra mantener la relación actual de riqueza neta respecto al producto (o los ingresos). Este indicador mide la diferencia entre el superávit primario permanente requerido para sostener el ratio de riqueza neta y el superávit primario observado o proyectado:

$$\overline{sp} = (i - \theta) \cdot \overline{w}$$

$$ISW = \overline{sp} - sp = (i - \theta) \cdot \overline{w} - sp$$

Donde \overline{w} es el ratio de riqueza neta de la entidad subnacional respecto a los ingresos. Si la diferencia es positiva, $ISW > 0$, la política fiscal no es sostenible porque el superávit primario requerido supera al superávit primario proyectado. Este indicador que resulta extremadamente sencillo y de fácil interpretación, tiene como inconveniente otra dificultad informativa, la de obtener datos que permitan construir el verdadero valor de la riqueza neta de la entidad pública. Una adecuada medición del patrimonio neto de la entidad gubernamental requiere valuar activos y pasivos tarea sobre la cual no hay siquiera un consenso definido. Entre los activos deberían incluirse no solo los financieros sino también otros activos como el capital real, las tierras y minerales, e incluso el valor actual de los impuestos y contribuciones a la seguridad social futuros. Además de la deuda, los pasivos deberían incluir el valor actual del gasto público futuro en seguridad social, una estimación de los pasivos contingentes, etc, todos ellos de difícil cuantificación. Estas estimaciones resultan por demás dificultosas para los gobiernos nacionales, mucho más aún para los gobiernos subnacionales.

Indicador de la brecha fiscal primaria.

Blanchard (1990)³² supera el inconveniente de Buitter construyendo un indicador que computa la sustentabilidad en función de mantener el ratio de la deuda en lugar de la riqueza neta de la entidad pública.

³¹ Buitter, Willem H., (1985), "A Guide to Public Sector Debt and Deficits", Economic Policy, Vol. 1 November.

³² Blanchard, Oliver J., (1990), "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", OECD Working Paper No. 79.

$$IS = \bar{sp} - sp = (i - \theta)\bar{b} - sp$$

Donde sp es el ratio de superávit primario constante para un limitado número de períodos futuros. Cuando este indicador de sustentabilidad, más conocido como indicador de la brecha primaria, es positivo significa que el superávit primario es insuficiente para mantener constante el ratio de la deuda y la política fiscal es calificada como insostenible. Por supuesto que el valor del indicador va a depender de los valores que se den a las variables relevantes. Si se utilizan los valores del período corriente para la tasa de interés (i) y el crecimiento (θ) entonces el indicador nos da directamente la variación del ratio de la deuda como medida de sustentabilidad. Blanchard sugiere utilizar valores constantes, como por ejemplo el promedio de los últimos 10 años para la tasa de interés y la tasa de crecimiento. Pero advierte que este indicador es "muy primitivo" al no contemplar cambios futuros que surjan de modificaciones en la economía o en las políticas. Para un indicador más ambicioso se debe disponer de proyecciones explícitas para las variables relevantes, de manera de aproximarse al "verdadero" indicador de sustentabilidad fiscal (requiere infinitos períodos). En general se adopta como horizonte temporal aquel disponible para las proyecciones fiscales, por ejemplo 3 años es la proyección fiscal incluida en el presupuesto plurianual de nuestro país.

Indicador de la brecha impositiva.

Blanchard también propone un indicador de sustentabilidad basado en la consistencia de los ingresos tributarios, esto es basado en un ratio permanente de ingresos públicos respecto del producto necesario para estabilizar el ratio deuda/producto:

$$\bar{t} = (i - \theta)\bar{b} + g$$

El indicador, conocido como indicador de la brecha impositiva, mide la diferencia entre la carga tributaria existente (o proyectada) y la carga tributaria sostenible:

$$IST = \bar{t} - t = (i - \theta) \cdot \bar{b} + g - t$$

Este indicador nos dice el nivel de carga tributaria que se necesita para estabilizar la razón de la deuda a producto (\bar{t}), para un dado nivel de gasto a producto (g), una dada trayectoria de crecimiento del producto y un ratio de deuda inicial. Si indicador es positivo significa que el ratio de ingresos públicos requerido para estabilizar la deuda supera al ratio de ingresos actual o proyectado, es decir que la presión impositiva actual o proyectada es muy baja para estabilizar el ratio deuda/producto si se mantiene la política de gastos.

De todos modos, ambos indicadores, el de la brecha fiscal primaria como el indicador de la brecha impositiva, reflejan el mismo fenómeno. La diferencia está en el énfasis que realizan.

Indicador de sustentabilidad macro ajustado

Talvi y Vegh (2000)³³ definen el resultado primario macro ajustado como aquel que prevalece ante circunstancias macroeconómicas "normales". Estas condiciones macroeconómicas "normales" difieren de país a país. Una manera usual de computarla es a través del resultado primario cíclicamente ajustado, esto es el resultado fiscal corregido por el efecto del ciclo económico: cuando la economía se encuentra por encima de su PIB potencial los ingresos tributarios son superiores a los que habría en una situación en que la economía se encontrase en su PIB potencial y, por lo tanto, el resultado primario es más superavitario o menos deficitario respecto a una situación macroeconómica "normal", cuando el PIB está en su potencial. De tal forma, un indicador macro ajustado modera el efecto de la volatilidad macroeconómica sobre el resultado fiscal, lo cual resulta más relevante aún en economías no avanzadas con elevada volatilidad macroeconómica.

$$IS^{\circ} = \overline{sp} - sp^{\circ} = (i - \theta) \cdot \bar{b} - sp^{\circ}$$

Donde IS° es el indicador macro ajustado y sp° es el superávit cíclicamente ajustado.

³³ Talvi y Vegh (2000) op.citado.

Indicador de sustentabilidad recursivo.

Una dificultad práctica con la aplicación del criterio de solvencia basado en la restricción presupuestaria intertemporal es que supone que la trayectoria de las variables relevantes es independiente, siendo que las variables relevantes a proyectar son endógenas. Las políticas fiscales en particular, y el resto de las políticas macroeconómicas en general, tienen efectos sobre el crecimiento y los precios lo cual afecta los ingresos y gastos fiscales, las tasas de interés, el ahorro y la inversión. Para superar esta dificultad Croce y Juan-Ramon (2003)³⁴ proponen un algoritmo recursivo que se deriva de dinámica del ratio de la deuda, asumiendo una función de reacción por parte de las autoridades del ente gubernamental.

Indicador de descalce de monedas.

Calvo, Izquierdo y Talvi³⁵ consideran que un aspecto fundamental en el análisis de sustentabilidad está dado por composición de la deuda entre monedas local y extranjera en comparación con la composición de la producción entre bienes transables y no transables internacionalmente. El indicador de descalce de monedas parte entonces de la siguiente descomposición del ratio de la deuda:

$$b = \frac{B^S + e.B^{US}}{Y^S + e.Y^{US}}$$

Donde e es el tipo de cambio real, B^S es la deuda pública denominada en moneda local o en término de no transables, B^{US} es la deuda pública denominada en moneda extranjera o en término de transables, Y^S es el PIB no transable Y^{US} es el PIB transable. Esta descomposición es relevante cuando, por ejemplo, el tipo de cambio real se encuentra atrasado: una suba del mismo puede provocar un salto abrupto en el ratio de la deuda y, en consecuencia, serias dudas sobre la sustentabilidad.

³⁴ Croce, E. y V.H. Juan-Ramón, (2003), "Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison" IMF Working Paper 03/145, (Washington, D.C.), Fondo Monetario Internacional.

³⁵ Calvo, G.A., A. Izquierdo y E. Talvi, (2003), "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", NBER Working Paper, No. 9828, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.

El indicador de descalce de monedas es simplemente la razón de dos ratios, el ratio de la deuda no transable sobre la deuda transable y el ratio PIB no transables sobre el PIB transables:

$$ID = \frac{B^S / B^{US}}{Y^S / Y^{US}}$$

El indicador de descalce toma valores entre 0 y 1, siendo menor el descalce cuanto más se aproxime a 1, y mayor el descalce de monedas cuanto más se aproxime a 0 el indicador. Cuando el descalce es reducido las variaciones que en el tipo de cambio real no tienen mayores efectos sobre el ratio de la deuda y, consecuentemente, sobre la sostenibilidad fiscal. En cambio cuando el indicador es más cercano a cero, mayor descalce, entonces hay gran sensibilidad del ratio de la deuda a variaciones en el tipo de cambio real. Esta situación para el caso de los gobiernos nacionales puede derivar en crisis cambiarias y financieras.

4. EVALUACIÓN DE LA SUSTENTABILIDAD DE LAS FINANZAS PROVINCIALES DE ARGENTINA.

En esta sección del trabajo se evalúa la sustentabilidad fiscal de las provincias argentinas tomando como referencia lo acontecido en los últimos años, en el período 2008-2014.

Del análisis de las secciones anteriores surge la dificultad de resumir en un indicador la evaluación de la sustentabilidad fiscal de una provincia. Simples indicadores como la "carga" de la deuda, el saldo presupuestario, la "carga" de los intereses, o la presión tributaria en un determinado momento, o incluso la evolución temporal de los mismos, pueden ayudar pero también pueden resultar engañosos como medidas de la fortaleza o debilidad fiscal. Un reducido nivel de endeudamiento no garantiza sustentabilidad ante un déficit fiscal excesivo, o ante tasas de interés por demás elevadas, o en una economía que crece lánguidamente. De modo alternativo un fisco con un peso de la deuda significativo o con déficit fiscal no necesariamente presenta finanzas públicas insostenibles si la economía muestra un vigoroso crecimiento y el fisco puede acceder al crédito a tasas de interés relativamente reducidas.

La sustentabilidad fiscal requiere considerar de manera conjunta el resultado fiscal primario, la tasa de interés de la deuda, el tipo de cambio, y el crecimiento del producto (o de los ingresos), para poder sostener un determinado nivel del ratio de deuda pública. Si bien se sabe que estas variables están interrelacionadas, esta endogeneidad resulta mucho más débil cuando se evalúa la sustentabilidad fiscal provincial que cuando se evalúa la sustentabilidad fiscal a nivel nacional. Esto es así particularmente cuando las políticas macroeconómicas están dirigidas centralmente como es el caso argentino, donde la política monetaria y la política cambiaria son facultad del gobierno central y donde el grueso de la política fiscal también lo es bajo el sistema de federalismo fiscal vigente que concentra la mayor parte de la recaudación de impuestos a nivel federal que luego se coparticipa a las provincias. Esta situación de endogeneidad más débil tiene algunas implicancias importantes: por un lado "permite" que el supuesto implícito de

independencia entre las variables que definen la sustentabilidad fiscal provincial no sea tan lejano a la realidad, y a la vez, provoca que se acote el número de indicadores de sustentabilidad relevantes a estimar.

A continuación se presentan una serie de ratios fiscales tradicionales que sirven como primeras referencias para evaluar la salud fiscal, para luego estimar indicadores de sustentabilidad fiscal para las provincias argentinas.

4.1 RATIOS FISCALES DE CORTO PLAZO.

No debe existir administración política que prefiera gobernar con la perspectiva de tener déficit en sus cuentas fiscales en lugar de superávit. Por eso es que para evaluar la salud fiscal de las provincias el seguimiento del resultado fiscal resulta una aproximación lógica. De la restricción presupuestaria para un dado período surge que si el resultado fiscal global es deficitario la entidad fiscal requiere de alguna forma de financiamiento. Esto puede suceder porque tiene déficit primario, es decir antes del pago de intereses, e intereses que pagar, o porque los intereses que generan deudas acumuladas superan al superávit primario del período. Si bien un déficit fiscal primario permanente no necesariamente refleja insolvencia o falta de sostenibilidad de la política fiscal, los ratios del resultado fiscal primario, los intereses, y el resultado fiscal global o financiero, todos en relación a los ingresos son los primeros indicadores a observar en la evaluación de la salud fiscal de las provincias.

Resultado Primario / Ingresos Corrientes

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
TOTAL	-1,0%	-3,8%	4,3%	-4,1%	-2,2%	-0,5%	0,2%	-1,0%
BUENOS AIRES	-3,2%	-8,7%	-1,3%	-7,5%	-5,5%	1,7%	2,9%	-3,1%
CATAMARCA	-2,3%	-8,6%	10,3%	0,4%	-1,7%	-4,3%	-5,8%	-1,7%
CORDOBA	-1,2%	-5,0%	7,0%	-5,8%	0,9%	3,9%	4,2%	0,6%
CORRIENTES	3,8%	3,5%	18,7%	-3,9%	-2,5%	-2,4%	6,5%	3,4%
CHACO	1,2%	-5,8%	7,0%	-0,1%	-0,7%	0,9%	1,7%	0,6%
CHUBUT	7,3%	5,9%	5,2%	-1,7%	-0,7%	-1,7%	-3,9%	1,5%
ENTRE RIOS	-0,3%	-4,8%	3,7%	-6,6%	-3,6%	-5,4%	-5,9%	-3,3%
FORMOSA	4,6%	3,7%	2,9%	0,5%	0,9%	0,8%	0,6%	2,0%
GCBA	-2,2%	-4,4%	5,0%	-1,7%	-2,8%	-4,7%	-0,5%	-1,6%
JUJUY	-5,0%	-2,3%	8,6%	-5,2%	-6,8%	-13,2%	-11,7%	-5,1%
LA PAMPA	1,5%	1,8%	6,1%	5,9%	3,3%	3,1%	-3,7%	2,6%
LA RIOJA	8,5%	-1,5%	5,9%	1,4%	-5,1%	-0,4%	-3,4%	0,8%
MENDOZA	4,2%	-4,8%	3,0%	-10,0%	-2,9%	-4,3%	-9,8%	-3,5%
MISIONES	3,1%	1,0%	9,6%	-1,6%	-2,1%	-11,5%	-1,9%	-0,5%
NEUQUEN	-4,3%	5,5%	5,2%	-2,3%	-7,2%	-3,9%	-0,5%	-1,1%
RIO NEGRO	0,8%	-1,7%	11,4%	-1,0%	-2,0%	-7,2%	7,2%	1,1%
SALTA	7,7%	4,9%	13,6%	5,1%	2,3%	1,9%	2,8%	5,5%
SAN JUAN	4,5%	4,9%	25,5%	22,9%	21,0%	14,6%	5,4%	14,1%
SAN LUIS	-0,7%	-14,4%	-11,6%	-1,6%	3,4%	8,9%	6,7%	-1,3%
SANTA CRUZ	-14,3%	2,5%	2,0%	-9,4%	-7,0%	-0,6%	-11,9%	-5,5%
SANTA FE	-0,9%	-6,7%	0,3%	-7,9%	-1,9%	-1,8%	-2,7%	-3,1%
SANTIAGO DEL ESTERO	-10,0%	12,3%	9,0%	-0,4%	7,3%	2,0%	-2,0%	2,6%
TIERRA DEL FUEGO	-1,6%	-7,5%	5,7%	-4,7%	-11,0%	-6,6%	-3,8%	-4,2%
TUCUMAN	1,9%	-0,5%	10,1%	-2,8%	2,5%	1,7%	3,3%	2,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).

Resultado financiero / Ingresos Corrientes

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
TOTAL	-2,8%	-5,7%	2,7%	-5,4%	-3,7%	-1,9%	-1,5%	-2,6%
BUENOS AIRES	-5,5%	-11,2%	-4,2%	-10,2%	-8,8%	-1,1%	-0,5%	-5,9%
CATAMARCA	-3,8%	-10,3%	9,4%	0,3%	-1,8%	-4,6%	-7,4%	-2,6%
CORDOBA	-3,3%	-7,1%	5,4%	-7,6%	-0,6%	1,9%	2,4%	-1,3%
CORRIENTES	1,7%	1,7%	17,8%	-3,9%	-2,5%	-2,4%	6,5%	2,7%
CHACO	-1,1%	-8,2%	5,8%	-0,4%	-1,4%	0,1%	1,0%	-0,6%
CHUBUT	5,5%	5,2%	4,7%	-2,1%	-1,0%	-2,2%	-4,5%	0,8%
ENTRE RIOS	-1,9%	-6,4%	2,5%	-7,1%	-4,0%	-6,2%	-5,8%	-4,1%
FORMOSA	1,4%	0,7%	2,0%	0,3%	0,7%	0,6%	0,5%	0,9%
GCBA	-3,1%	-5,1%	3,9%	-3,2%	-4,3%	-6,4%	-2,5%	-3,0%
JUJUY	-7,1%	-4,3%	6,5%	-5,3%	-7,0%	-13,8%	-11,8%	-6,1%
LA PAMPA	1,1%	1,5%	5,9%	5,7%	3,1%	3,0%	-3,8%	2,4%
LA RIOJA	7,7%	-2,5%	4,4%	0,2%	-6,5%	-1,7%	-4,7%	-0,4%
MENDOZA	1,7%	-7,2%	0,8%	-11,6%	-4,2%	-5,9%	-11,7%	-5,4%
MISIONES	0,9%	-1,1%	8,5%	-1,7%	-2,2%	-11,6%	-1,9%	-1,3%
NEUQUEN	-6,3%	3,7%	3,5%	-3,8%	-8,4%	-5,4%	-2,6%	-2,7%
RIO NEGRO	-2,7%	-5,2%	9,1%	-2,0%	-2,9%	-8,0%	6,2%	-0,8%
SALTA	6,5%	2,3%	11,9%	2,8%	0,4%	0,1%	0,7%	3,5%
SAN JUAN	3,3%	3,1%	25,0%	22,7%	20,9%	14,4%	5,1%	13,5%
SAN LUIS	-0,9%	-14,5%	-11,6%	-1,6%	3,4%	8,9%	6,7%	-1,4%
SANTA CRUZ	-14,7%	-0,6%	-0,3%	-11,2%	-8,8%	-2,2%	-13,0%	-7,3%
SANTA FE	-1,3%	-7,0%	0,2%	-8,1%	-2,0%	-1,8%	-2,7%	-3,3%
SANTIAGO DEL ESTERO	-10,2%	12,1%	9,0%	-0,5%	7,2%	1,8%	-2,1%	2,5%
TIERRA DEL FUEGO	-2,7%	-7,9%	5,4%	-4,8%	-11,1%	-6,6%	-3,9%	-4,5%
TUCUMAN	-0,6%	-3,0%	9,1%	-3,0%	2,3%	1,5%	3,3%	1,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).

El conjunto de las provincias argentinas y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires tuvieron déficit fiscal financiero y primario en todo el período 2008-2014 a excepción del año 2010. El ratio déficit/ingresos tuvo una tendencia creciente hasta 2011 inclusive, año a partir del cual comenzó a registrarse una desaceleración de los déficit (incluso el conjunto de provincias terminó con equilibrio fiscal primario en 2014). En el mismo sentido el ratio de los intereses de la deuda relativo a los ingresos se mantuvo estable 2008-2009, se redujo los dos años siguientes, para volver a crecer en los últimos años. Esta evolución refleja un comportamiento diferenciado para las distintas jurisdicciones, mientras que Buenos Aires y CABA mostraron una tendencia creciente para la mayoría de las provincias el ratio fue estable o decreciente.

Intereses / Ingresos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOTAL	1,7%	1,7%	1,5%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%
BUENOS AIRES	2,3%	2,4%	2,8%	2,6%	3,2%	2,8%	3,3%
CATAMARCA	1,5%	1,5%	0,8%	0,1%	0,1%	0,3%	0,5%
CORDOBA	2,0%	2,1%	1,5%	1,7%	1,5%	1,9%	1,7%
CORRIENTES	2,0%	1,7%	0,8%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CHACO	2,2%	2,1%	1,0%	0,3%	0,6%	0,7%	0,6%
CHUBUT	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,5%	0,6%
ENTRE RIOS	1,5%	1,5%	1,1%	0,4%	0,4%	0,8%	0,8%
FORMOSA	3,0%	2,7%	0,8%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
GCBA	0,9%	0,7%	1,1%	1,5%	1,5%	1,6%	2,0%
JUJUY	1,9%	1,7%	1,9%	0,1%	0,2%	0,5%	0,0%
LA PAMPA	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
LA RIOJA	0,8%	0,8%	1,2%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%
MENDOZA	2,3%	2,2%	2,0%	1,6%	1,2%	1,5%	1,8%
MISIONES	2,1%	1,9%	1,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
NEUQUEN	2,0%	1,7%	1,6%	1,5%	1,2%	1,4%	2,0%
RIO NEGRO	3,4%	3,1%	2,1%	0,9%	0,8%	0,8%	1,0%
SALTA	1,2%	2,4%	1,5%	1,2%	1,8%	1,7%	1,9%
SAN JUAN	1,0%	1,5%	0,5%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%
SAN LUIS	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SANTA CRUZ	0,3%	2,3%	1,8%	1,5%	1,6%	1,5%	1,0%
SANTA FE	0,4%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
SANTIAGO DEL ESTERO	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
TIERRA DEL FUEGO	0,8%	0,4%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
TUCUMAN	2,0%	2,2%	0,9%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).

El ratio de endeudamiento público es el otro indicador emblemático de la salud de cualquier espacio fiscal. El ratio de la deuda sobre los ingresos del conjunto de las provincias argentinas muestra una tendencia marcadamente decreciente. La menor carga de la deuda sobre el conjunto de las jurisdicciones se explica por la reducción del déficit financiero conjuntamente con el crecimiento real evidenciado en los ingresos de las provincias argentinas: los ingresos fiscales del conjunto de las provincias no sólo crecieron más que la inflación sino que crecieron más que el producto nacional (PIB). En consecuencia, también aumentó la presión tributaria.

La disminución en la carga de la deuda sobre los ingresos en el período analizado fue notoria para todas las jurisdicciones evaluadas en conjunto, pero además alcanzó a prácticamente todas las jurisdicciones evaluadas de manera individual. Una excepción fue la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, aunque partiendo de niveles de endeudamiento bajos.

Deuda/Ingresos Totales

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
TOTAL	55,7%	50,7%	41,3%	34,9%	31,9%	27,2%	23,1%	37,8%
BUENOS AIRES	84,3%	76,5%	67,4%	59,4%	57,1%	47,5%	39,8%	61,7%
CATAMARCA	48,6%	49,6%	36,1%	24,3%	20,1%	16,3%	11,3%	29,5%
CORDOBA	59,8%	53,5%	41,3%	37,9%	31,5%	26,9%	20,5%	38,8%
CORRIENTES	67,9%	58,6%	40,3%	24,5%	20,6%	16,6%	12,3%	34,4%
CHACO	79,4%	73,0%	55,4%	40,5%	32,5%	27,1%	23,5%	47,3%
CHUBUT	23,2%	20,4%	15,2%	12,9%	10,5%	9,4%	14,9%	15,2%
ENTRE RIOS	50,5%	45,6%	36,8%	28,8%	25,4%	23,7%	22,5%	33,3%
FORMOSA	104,0%	93,8%	65,8%	49,5%	40,2%	31,8%	26,2%	58,8%
GCBA	13,4%	10,0%	6,8%	11,9%	12,2%	14,6%	18,0%	12,4%
JUJUY	109,5%	94,1%	72,9%	58,5%	51,7%	44,6%	40,8%	67,5%
LA PAMPA	8,6%	7,5%	4,4%	3,5%	2,7%	1,9%	1,3%	4,2%
LA RIOJA	30,7%	24,3%	20,7%	18,0%	17,0%	15,3%	12,2%	19,7%
MENDOZA	58,5%	55,5%	46,2%	37,4%	32,8%	27,4%	26,2%	40,6%
MISIONES	79,6%	71,7%	54,1%	40,5%	34,0%	25,6%	18,5%	46,3%
NEUQUEN	45,5%	37,8%	34,1%	26,7%	29,8%	30,3%	30,1%	33,5%
RIO NEGRO	111,0%	101,1%	75,1%	62,4%	55,4%	44,9%	34,9%	69,3%
SALTA	39,7%	43,0%	33,2%	23,2%	19,2%	22,0%	19,3%	28,5%
SAN JUAN	52,6%	44,9%	32,4%	25,0%	21,8%	19,4%	18,4%	30,6%
SAN LUIS	9,5%	9,0%	7,0%	5,6%	4,7%	3,9%	2,8%	6,1%
SANTA CRUZ	5,3%	5,2%	11,4%	11,0%	10,3%	11,4%	7,3%	8,9%
SANTA FE	10,1%	7,5%	5,3%	4,2%	4,2%	3,1%	2,3%	5,2%
SANTIAGO DEL ESTERO	7,2%	5,3%	3,7%	2,8%	2,9%	2,2%	2,2%	3,8%
TIERRA DEL FUEGO	20,4%	19,6%	14,7%	11,0%	9,5%	7,3%	5,7%	12,6%
TUCUMAN	66,0%	69,3%	50,6%	38,5%	30,9%	23,0%	16,8%	42,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).

La Pampa, Santiago del Estero, Santa Fe y San Luis son las provincias con deuda casi nula, mientras que Jujuy, Buenos Aires y Río Negro mostraban los ratios más elevados, que rondan el 40% de los ingresos en el año 2014.

Cuando se evalúa si las provincias más endeudadas son las que mayores gastos de capital tienen, como indicaría la llamada “regla de oro” (endeudarse para gastos de capital y no para gastos corrientes), se encuentra que la respuesta es negativa. Por el contrario las provincias argentinas más endeudadas son las que menor gasto de capital en relación a los ingresos presentan.

Gasto de Capital / Ingresos Totales

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOTAL	14,9%	14,6%	14,1%	14,7%	11,5%	12,4%	12,3%
BUENOS AIRES	5,5%	6,6%	6,0%	6,6%	4,0%	3,6%	3,7%
CATAMARCA	27,1%	21,4%	18,3%	18,5%	18,2%	19,7%	28,6%
CORDOBA	8,9%	10,7%	10,5%	13,9%	5,4%	7,2%	7,3%
CORRIENTES	11,5%	8,7%	8,8%	15,5%	11,1%	10,5%	7,3%
CHACO	11,0%	16,2%	16,5%	18,2%	16,3%	14,0%	15,6%
CHUBUT	28,2%	25,7%	26,3%	24,5%	19,5%	17,4%	21,2%
ENTRE RIOS	9,1%	15,3%	13,4%	16,4%	13,6%	14,7%	14,5%
FORMOSA	22,0%	23,1%	32,6%	31,3%	31,1%	28,8%	20,7%
GCBA	18,6%	16,1%	15,4%	16,5%	15,9%	20,9%	19,8%
JUJUY	17,3%	17,8%	15,0%	17,0%	15,5%	16,7%	13,7%
LA PAMPA	23,2%	16,0%	26,6%	21,2%	19,8%	23,5%	23,7%
LA RIOJA	16,2%	23,5%	24,3%	24,6%	23,5%	24,4%	28,7%
MENDOZA	14,6%	17,8%	15,7%	17,8%	11,3%	10,4%	8,4%
MISIONES	25,7%	28,4%	25,1%	26,3%	24,1%	30,5%	25,1%
NEUQUEN	14,0%	11,6%	9,7%	9,5%	9,6%	10,0%	11,0%
RIO NEGRO	12,1%	14,9%	13,0%	12,6%	9,1%	9,7%	6,6%
SALTA	18,9%	18,9%	16,0%	15,0%	12,6%	13,7%	12,4%
SAN JUAN	34,2%	25,6%	17,0%	17,9%	19,1%	25,2%	28,7%
SAN LUIS	39,6%	60,0%	52,6%	47,9%	45,3%	42,5%	41,6%
SANTA CRUZ	41,2%	28,1%	26,0%	19,3%	9,9%	8,9%	8,3%
SANTA FE	11,3%	9,2%	9,2%	9,3%	5,3%	6,3%	6,8%
SANTIAGO DEL ESTERO	42,6%	31,4%	36,6%	38,4%	31,9%	39,3%	41,0%
TIERRA DEL FUEGO	3,2%	5,7%	6,5%	5,7%	7,3%	6,4%	6,1%
TUCUMAN	24,1%	20,9%	19,4%	18,4%	12,8%	13,3%	15,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).

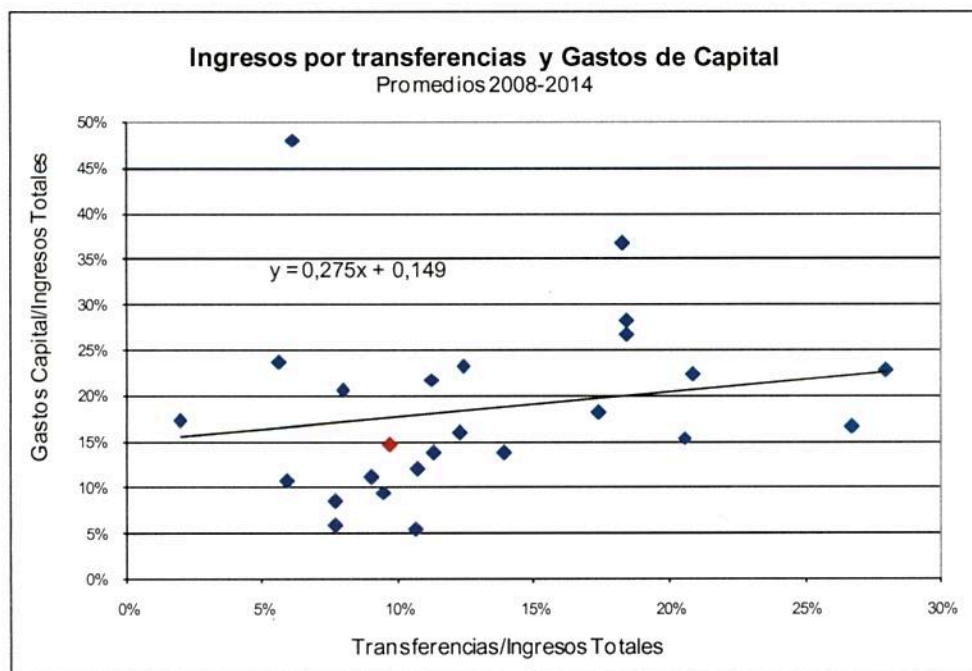
Si hay una asociación positiva entre los gastos de capital y los ingresos recibidos por transferencias desde la Nación a la Provincias: cuanto mayores

son las transferencias recibidas desde la Nación, en relación a los ingresos totales, mayor es el gasto de capital que realizan las provincias, también en relación a los ingresos totales. Por supuesto que esto se explica porque una parte de estas transferencias son específicamente para gastos de capital. Lo que asociación en todo caso muestra es que los gastos de capital encarados por las provincias dependen en buena medida de transferencias nacionales.

Transferencias / Ingresos Totales

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOTAL	9,1%	12,2%	15,7%	12,1%	9,7%	9,1%	9,5%
BUENOS AIRES	8,7%	12,3%	15,4%	12,7%	8,1%	6,7%	7,9%
CATAMARCA	2,8%	5,8%	12,1%	7,0%	8,4%	11,7%	15,8%
CORDOBA	9,1%	10,5%	18,0%	7,7%	6,2%	5,5%	5,7%
CORRIENTES	5,8%	7,1%	15,4%	9,6%	8,2%	8,1%	6,3%
CHACO	17,7%	22,4%	23,7%	19,9%	20,1%	19,5%	18,4%
CHUBUT	5,6%	7,9%	5,0%	3,9%	5,2%	6,0%	4,8%
ENTRE RIOS	10,0%	15,0%	19,3%	14,8%	12,6%	12,0%	10,8%
FORMOSA	9,9%	14,0%	22,6%	21,4%	22,2%	20,6%	11,8%
GCSA	1,5%	2,0%	2,4%	2,1%	2,3%	1,5%	1,5%
JUJUY	19,3%	30,5%	32,3%	26,3%	27,3%	24,7%	23,1%
LA PAMPA	11,2%	10,7%	16,9%	9,3%	8,2%	10,9%	8,5%
LA RIOJA	26,4%	31,9%	32,5%	28,9%	23,6%	24,7%	31,4%
MENDOZA	6,2%	10,3%	14,3%	9,9%	8,9%	8,6%	7,7%
MISIONES	12,8%	18,6%	23,3%	19,2%	17,3%	19,4%	21,1%
NEUQUEN	2,5%	4,5%	9,6%	6,5%	6,3%	6,2%	6,8%
RIO NEGRO	5,5%	11,3%	19,6%	11,5%	9,6%	6,9%	11,9%
SALTA	7,8%	13,4%	15,3%	12,4%	12,1%	12,7%	13,1%
SAN JUAN	16,2%	13,5%	15,9%	10,7%	9,4%	8,8%	11,5%
SAN LUIS	4,2%	6,9%	8,0%	6,5%	5,8%	5,3%	5,8%
SANTA CRUZ	29,4%	23,4%	23,6%	27,2%	10,2%	11,4%	10,9%
SANTA FE	5,0%	8,5%	9,4%	8,5%	8,0%	6,8%	7,0%
SANTIAGO DEL ESTERO	11,8%	20,8%	24,1%	19,7%	14,6%	18,7%	17,3%
TIERRA DEL FUEGO	4,8%	11,5%	10,4%	6,4%	6,7%	6,4%	7,6%
TUCUMAN	13,6%	17,2%	23,9%	18,5%	16,3%	14,8%	18,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).

El último de los ratios analizados tiene que ver con la llamada correspondencia fiscal, esto es el esfuerzo de recaudación propia respecto a la recaudación tributaria total. Se observa una mejora generalizada en la participación de la recaudación tributaria propia respecto a la recaudación que las jurisdicciones reciben por coparticipación federal de impuestos. Por supuesto que en esta evolución inciden los cambios tributarios acontecidos en los últimos años en gran parte de las jurisdicciones.

Recursos Tributarios Provinciales / Recursos Tributarios Totales

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOTAL	39,6%	41,2%	40,4%	40,9%	41,6%	44,2%	44,2%
BUENOS AIRES	56,3%	58,3%	57,0%	57,5%	58,5%	61,5%	60,9%
CATAMARCA	10,2%	10,4%	10,7%	11,8%	10,7%	10,7%	10,3%
CORDOBA	32,7%	37,1%	37,1%	37,5%	36,9%	39,4%	40,1%
CORRIENTES	12,1%	12,1%	12,2%	13,6%	13,5%	13,4%	14,5%
CHACO	12,6%	12,5%	12,5%	14,4%	13,3%	15,2%	15,9%
CHUBUT	36,5%	34,7%	34,4%	36,3%	36,2%	38,3%	41,0%
ENTRE RIOS	22,4%	22,6%	22,1%	23,2%	25,7%	26,8%	29,8%
FORMOSA	6,2%	6,1%	6,1%	7,0%	6,7%	7,2%	7,3%
GCBA	88,8%	89,6%	89,3%	89,3%	89,4%	90,4%	90,3%
JUJUY	10,5%	11,9%	11,2%	11,7%	11,5%	13,1%	13,6%
LA PAMPA	24,1%	24,7%	22,8%	24,5%	23,9%	24,3%	24,2%
LA RIOJA	8,0%	7,9%	7,3%	7,6%	8,3%	8,4%	8,7%
MENDOZA	34,8%	33,8%	32,0%	34,4%	39,2%	43,1%	43,3%
MISIONES	23,3%	21,3%	21,0%	22,3%	24,1%	24,4%	30,1%
NEUQUEN	44,1%	42,0%	43,2%	45,4%	45,8%	49,0%	52,2%
RIO NEGRO	25,4%	26,0%	25,1%	24,7%	25,5%	27,9%	29,2%
SALTA	21,0%	20,8%	20,2%	21,1%	20,2%	20,5%	20,9%
SAN JUAN	14,9%	15,4%	15,7%	16,7%	17,3%	18,4%	16,8%
SAN LUIS	21,9%	20,9%	22,1%	22,3%	22,4%	23,3%	23,8%
SANTA CRUZ	32,7%	29,8%	29,5%	30,2%	32,4%	35,5%	38,8%
SANTA FE	33,0%	33,7%	35,7%	35,7%	35,2%	36,9%	36,9%
SANTIAGO DEL ESTERO	10,3%	10,5%	9,9%	10,8%	10,9%	11,1%	10,8%
TIERRA DEL FUEGO	27,5%	24,5%	23,9%	25,6%	26,0%	32,5%	34,6%
TUCUMAN	24,7%	27,3%	26,2%	26,7%	28,6%	29,8%	29,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013 y Ministerios de Economía provinciales (2014).

4.2 SUSTENTABILIDAD INTERTEMPORAL (LARGO PLAZO)

Los ratios fiscales analizados permiten realizar una evaluación parcial de la salud de las finanzas provinciales que resulta claramente insuficiente y puede ser incluso engañosa. La evaluación de la sustentabilidad intertemporal implica una evaluación dinámica que interrelaciona flujos y stocks: el resultado fiscal primario, la tasa de interés de la deuda, el crecimiento, el ratio de la deuda y el tipo de cambio. La cantidad de combinaciones entre estas variables resulta en situaciones fiscales que pueden ser sostenibles o no, independientemente de la magnitud de un solo ratio. Los indicadores de sustentabilidad derivados de restricciones presupuestarias intertemporales permiten interrelacionar estas variables claves como se indicó previamente.

Construimos un Indicador de la brecha fiscal primaria derivado anteriormente que nos permite determinar el ajuste fiscal primario requerido para sostener un determinado nivel de deuda sobre ingresos.

$$IS = \bar{sp} - sp = (r - \phi)\bar{b} - sp$$

r : tasa de interés real de la deuda

ϕ : tasa de crecimiento real de los ingresos

sp : ratio del superávit fiscal primario en relación a los ingresos.

El indicador mide el desvío entre el llamado resultado fiscal primario requerido (\bar{sp}) para sostener el ratio de deuda/ingresos del período y el resultado fiscal primario (sp) que efectivamente se alcanzó en cada período o en promedio en un determinado número de períodos.

Para la elaboración del superávit fiscal primario “requerido” se toma como tasa de interés real de la deuda a la tasa de interés implícita que surge de dividir los intereses de la deuda obtenidos de los cuadros Ahorro-Inversión provinciales y los stocks de deuda pública provinciales.

Por su parte la tasa de crecimiento real de los ingresos es la tasa de variación de los ingresos obtenida de los cuadros Ahorro-Inversión provinciales descontadas por las tasas de inflación³⁶. Por último, el ratio de la deuda es el que surge de la relación entre los stocks de deuda provinciales y los ingresos de cada jurisdicción obtenidos de los cuadros Ahorro-Inversión jurisdiccionales.

En el cuadro siguiente se presentan, para cada año y para el promedio del período, el superávit fiscal primario requerido para sostener un determinado ratio de deuda/ingresos (primera columna de cada año) y el superávit fiscal primario observado (segunda columna de cada año).

³⁶ No se utilizaron las tasas de inflación del INDEC, adulteradas a partir de 2007 con la intervención del organismo, sino tasas de inflación privadas.

Superávit Primario Requerido y Superávit Primario

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2014-2008	
	(r-φ).b	sp	(r-φ).b	sp	(r-φ).b	sp	(r-φ).b	sp	(r-φ).b	sp	(r-φ).b	sp	(r-φ).b	sp
TOTAL	0,3%	-3,8%	-4,8%	4,3%	-1,5%	-4,1%	-0,1%	-2,2%	-1,3%	-0,8%	0,0%	-0,1%	-1,2%	-1,0%
BUENOS AIRES	-1,9%	-8,7%	-3,6%	-1,3%	-2,5%	-7,5%	1,7%	-5,5%	-2,6%	-4,3%	3,1%	0,2%	-1,0%	-3,1%
CATAMARCA	10,7%	-8,6%	-8,8%	10,3%	-0,8%	0,4%	-0,1%	-1,7%	0,0%	4,3%	-1,1%	4,7%	0,0%	-1,6%
CORDOBA	-1,9%	-5,0%	-9,6%	7,0%	1,9%	-5,8%	-0,6%	0,9%	-1,6%	-5,4%	0,3%	-3,9%	-1,9%	0,9%
CORRIENTES	3,6%	3,5%	-9,4%	18,7%	-1,4%	-3,9%	-0,7%	-2,5%	-0,4%	1,9%	-0,6%	-7,1%	-1,5%	3,3%
CHACO	3,9%	-5,8%	-5,9%	7,0%	-3,0%	-0,1%	-0,2%	-0,7%	-0,6%	-1,5%	-0,7%	-2,4%	-1,1%	0,5%
CHUBUT	1,6%	5,9%	-2,2%	5,2%	0,4%	-1,7%	0,3%	-0,7%	0,0%	1,7%	-2,0%	1,9%	-0,3%	0,5%
ENTRE RIOS	1,6%	-4,8%	-4,5%	3,7%	-2,3%	-6,6%	-0,6%	-3,6%	-0,3%	5,2%	-0,7%	5,2%	-1,1%	-3,8%
FORMOSA	9,2%	3,7%	-13,0%	2,9%	-2,8%	0,5%	-0,5%	0,9%	-1,6%	-2,4%	-0,5%	-1,1%	-1,5%	1,6%
GCBA	-0,3%	-4,4%	-0,5%	5,0%	-1,1%	-1,7%	-0,3%	-2,8%	-2,2%	2,6%	1,1%	1,6%	-0,5%	-1,5%
JUJUY	-7,4%	-2,3%	-10,3%	8,6%	-0,5%	-5,2%	-2,3%	-6,8%	1,1%	14,3%	0,6%	12,3%	-3,1%	-5,1%
LA PAMPA	0,3%	1,8%	-1,2%	6,1%	-0,2%	5,9%	0,0%	3,3%	0,0%	-3,1%	0,0%	3,7%	-0,2%	2,8%
LA RIOJA	0,9%	-1,5%	0,1%	5,9%	-1,6%	1,4%	0,7%	-5,1%	-0,6%	-0,2%	0,7%	4,0%	0,0%	-0,5%
MENDOZA	2,6%	-4,8%	-3,9%	3,0%	-2,2%	-10,0%	-3,7%	-2,9%	-0,9%	3,5%	0,4%	10,3%	-1,3%	-4,8%
MISIONES	3,3%	1,0%	-10,7%	9,6%	-1,4%	-1,6%	-1,8%	-2,1%	0,0%	11,5%	-2,3%	-0,4%	-2,1%	-1,1%
NEUQUEN	-3,5%	5,5%	2,5%	5,2%	1,0%	-2,3%	0,5%	-7,2%	0,3%	4,2%	-4,9%	-4,3%	-0,7%	-0,5%
RIO NEGRO	4,9%	-1,7%	-16,1%	11,4%	2,5%	-1,0%	-1,5%	-2,0%	-1,9%	5,3%	-2,3%	-9,5%	-2,4%	1,1%
SALTA	0,2%	4,9%	-2,9%	13,6%	-1,6%	5,1%	0,3%	2,3%	-0,3%	-2,2%	0,5%	-2,2%	-0,6%	5,1%
SAN JUAN	2,2%	4,9%	-8,3%	25,5%	-2,1%	22,9%	-1,0%	21,0%	-1,1%	-15,7%	0,3%	-5,1%	-1,6%	15,7%
SAN LUIS	0,6%	-14,4%	-0,8%	-11,6%	-0,5%	-1,6%	-0,2%	3,4%	-0,1%	-9,0%	0,1%	-6,6%	-0,2%	-1,4%
SANTA CRUZ	0,0%	2,5%	-1,4%	2,0%	0,3%	-9,4%	1,0%	-7,0%	-0,7%	-0,1%	-0,3%	11,6%	-0,2%	-4,1%
SANTA FE	0,0%	-6,7%	-0,7%	0,3%	-0,5%	-7,9%	-0,1%	-1,9%	-0,1%	1,6%	-0,4%	2,3%	-0,3%	-3,5%
SANTIAGO DEL ESTER	0,3%	12,3%	-0,4%	9,0%	-0,4%	-0,4%	0,0%	7,3%	-0,1%	-2,1%	0,1%	2,1%	-0,1%	4,7%
TIERRA DEL FUEGO	0,9%	-7,5%	-2,6%	5,7%	-0,7%	-4,7%	0,2%	-11,0%	-0,7%	5,9%	-0,4%	3,3%	-0,5%	-4,6%
TUCUMAN	2,1%	-0,5%	-11,5%	10,1%	-1,7%	-2,8%	-1,7%	2,5%	-0,5%	-2,2%	0,1%	-3,3%	-2,2%	2,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013, Ministerios de Economía provinciales (2014), y tasas de inflación privadas.

De la diferencia entre ambos ratios de superávit surge el indicador de sostenibilidad que enseña el ajuste fiscal primario requerido para que el ratio de deuda no crezca indefinidamente. En el cuadro siguiente se ve que mientras en el año 2010 ninguna de las 24 jurisdicciones (23 provincias y Ciudad Autónoma de Buenos Aires) requería ajuste fiscal primario porque el resultado (superávit) requerido superaba al resultado primario observado, en el año 2014 había 13 jurisdicciones para las cuales el resultado primario requerido fue inferior al resultado primario alcanzado. Para el promedio del período analizado en 11 jurisdicciones el resultado primario requerido resultó inferior al observado. Tomando el total, el conjunto las 24 jurisdicciones, se observa que tanto en 2014 como en el promedio del período analizado (2014-2008) no sería necesario un ajuste fiscal como sí era requerido según el indicador obtenido en 2009, 2011 y 2012, lo cual evidencia una mejora relativa en términos de sustentabilidad fiscal.

Indicador de sostenibilidad (ajuste primario requerido)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014-2008
TOTAL	4,1%	-9,1%	2,6%	2,0%	-0,8%	-0,1%	-0,2%
BUENOS AIRES	6,8%	-2,3%	5,1%	7,2%	-4,3%	0,2%	2,1%
CATAMARCA	19,4%	-19,1%	-1,2%	1,6%	4,3%	4,7%	1,6%
CORDOBA	3,1%	-16,6%	7,7%	-1,5%	-5,4%	-3,9%	-2,8%
CORRIENTES	0,1%	-28,1%	2,5%	1,8%	1,9%	-7,1%	-4,8%
CHACO	9,7%	-12,9%	-3,0%	0,5%	-1,5%	-2,4%	-1,6%
CHUBUT	-4,2%	-7,4%	2,2%	0,9%	1,7%	1,9%	-0,8%
ENTRE RIOS	6,4%	-8,3%	4,4%	3,0%	5,2%	5,2%	2,6%
FORMOSA	5,5%	-16,0%	-3,3%	-1,4%	-2,4%	-1,1%	-3,1%
GCBA	4,1%	-5,4%	0,6%	2,5%	2,6%	1,6%	1,0%
JUJUY	-5,1%	-18,8%	4,7%	4,5%	14,3%	12,3%	2,0%
LA PAMPA	-1,5%	-7,3%	-6,1%	-3,2%	-3,1%	3,7%	-2,9%
LA RIOJA	2,4%	-5,8%	-3,0%	5,8%	-0,2%	4,0%	0,6%
MENDOZA	7,4%	-6,9%	7,8%	-0,8%	3,5%	10,3%	3,5%
MISIONES	2,3%	-20,3%	0,1%	0,3%	11,5%	-0,4%	-1,1%
NEUQUEN	-9,0%	-2,7%	3,3%	7,6%	4,2%	-4,3%	-0,2%
RIO NEGRO	6,6%	-27,5%	3,5%	0,5%	5,3%	-9,5%	-3,5%
SALTA	-4,7%	-16,5%	-6,7%	-2,0%	-2,2%	-2,2%	-5,7%
SAN JUAN	-2,7%	-33,8%	-24,9%	-22,0%	-15,7%	-5,1%	-17,4%
SAN LUIS	15,1%	10,8%	1,1%	-3,6%	-9,0%	-6,6%	1,3%
SANTA CRUZ	-2,5%	-3,4%	9,7%	8,0%	-0,1%	11,6%	3,9%
SANTA FE	6,7%	-1,0%	7,5%	1,9%	1,6%	2,3%	3,2%
SANTIAGO DEL ESTER	-12,0%	-9,5%	0,0%	-7,3%	-2,1%	2,1%	-4,8%
TIERRA DEL FUEGO	8,3%	-8,4%	4,0%	11,1%	5,9%	3,3%	4,1%
TUCUMAN	2,6%	-21,6%	1,0%	-4,1%	-2,2%	-3,3%	-4,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON 2008-2013, Ministerios de Economía provinciales (2014)

Esta mejora relativa fue forzada por la necesidad de realizar ajustes fiscales, en muchos casos reformas impositivas que aumentaron la presión tributaria de impuestos provinciales ante el incesante aumento de los gastos provinciales, que en gran medida (aumentos salariales) fueron impulsados desde el gobierno nacional. La situación se agravó aún más con el encarecimiento del crédito y la falta de acceso al mismo también en buena parte producto de las controvertidas políticas nacionales que no lograron resolver favorablemente el regreso a los mercados internacionales a tasas "normales".

Como se ha visto en secciones anteriores se pueden derivar indicadores alternativos como, por ejemplo, el crecimiento de los ingresos "requerido" o "necesario" para sostener un determinado ratio de deuda, dadas la tasa de interés de la deuda y un determinado resultado fiscal primario.

$$\bar{\phi} \cong r - sp/\bar{b}$$

Sin embargo, la medición de este indicador resulta de poca utilidad cuando consideramos que el crecimiento “necesario” es una variable que viene prácticamente dada para los espacios subnacionales. Los fiscos provinciales tienen escasísima influencia sobre el crecimiento económico que depende principalmente del conjunto de políticas macroeconómicas dirigidas desde el gobierno nacional, más aún en un país con las características de la Argentina. A los espacios subnacionales les queda, aunque no sea de manera absoluta, solamente la facultad de ajustar algunos gastos y una proporción de los ingresos que en algunos casos puntuales para colmo resulta ínfima.

El que sí puede resultar de utilidad como un Indicador de sustentabilidad adicional es el llamado indicador “macro ajustado” que fuera definido anteriormente y que se diferencia con el indicador de la brecha primaria en que se reemplaza el ratio de superávit primario observado en cada período por un ratio de superávit primario “macro ajustado”, entendido como el superávit corregido por el efecto del ciclo económico.

$$IS^{\circ} = \bar{sp} - sp^{\circ} = (r - \bar{\phi})\bar{b} - sp^{\circ}$$

Donde (sp°) es el ratio de superávit primario “macro ajustado”, que es el superávit primario que surge de corregir los ingresos fiscales por el ciclo económico a través de la brecha del PIB, esto es la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial de la economía. Si la brecha del PIB es positiva porque la economía está “recalentada” produciendo por encima de lo “normal” por sobre utilización de recursos (por ejemplo empleo de horas extras) cabe esperar que los ingresos fiscales sean superiores al de otro momento donde la brecha del PIB está cerrada. Corrigiendo los ingresos para un situación “normal”, con brecha de PIB cerrada, dará un superávit fiscal “macro ajustado” inferior al observado. Lo opuesto sucede en una situación con brecha del PIB negativa, esto es una situación con recursos ociosos.

En el cuadro siguiente se realiza una estimación del ratio de superávit primario “macroajustado” sobre los ingresos para el año 2014, considerando una brecha del PIB negativa de 1.3%, es decir que la economía se encontraría en el año de referencia levemente por debajo de su potencial.

Superávit primario “macroajustado” y comparación de ajustes requeridos

Año 2014	sp	Ajuste requerido	
	macro ajustado	sp macro aj.	sp requerido
TOTAL	0,4%	-0,4%	-0,1%
BUENOS AIRES	3,1%	-0,1%	0,2%
CATAMARCA	-5,6%	4,5%	4,7%
CORDOBA	4,4%	-4,1%	-3,9%
CORRIENTES	6,7%	-7,3%	-7,1%
CHACO	1,9%	-2,6%	-2,4%
CHUBUT	-3,7%	1,7%	1,9%
ENTRE RIOS	-5,7%	5,0%	5,2%
FORMOSA	0,8%	-1,3%	-1,1%
GCBA	-0,2%	1,4%	1,6%
JUJUY	-11,5%	12,1%	12,3%
LA PAMPA	-3,5%	3,5%	3,7%
LA RIOJA	-3,1%	3,8%	4,0%
MENDOZA	-9,6%	10,1%	10,3%
MISIONES	-1,7%	-0,6%	-0,4%
NEUQUEN	-0,3%	-4,6%	-4,3%
RIO NEGRO	7,4%	-9,7%	-9,5%
SALTA	3,0%	-2,5%	-2,2%
SAN JUAN	5,6%	-5,3%	-5,1%
SAN LUIS	6,9%	-6,8%	-6,6%
SANTA CRUZ	-11,7%	11,4%	11,6%
SANTA FE	-2,4%	2,1%	2,3%
SANTIAGO DEL EST	-1,8%	1,9%	2,1%
TIERRA DEL FUEGO	-3,5%	3,1%	3,3%
TUCUMAN	3,6%	-3,5%	-3,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON, Ministerios de Economía provinciales, y estimación propia de la brecha del producto.

La estimación de una brecha del PIB negativa provoca que los ingresos corregidos por el ciclo sean superiores a los ingresos fiscales observados, dando como resultado un resultado primario macro ajustado algo superior. De esta manera el ajuste primario requerido según el superávit primario macro ajustado resulta inferior al ajuste primario requerido según el indicador de la

brecha primaria cuanto mayor sea la brecha del PIB negativa. Estas consideraciones afectan al conjunto de las jurisdicciones.

5. LA PROVINCIA DE SANTA FE: EVALUACIÓN DE RESULTADOS Y ESTRATEGIA.

En esta última sección del trabajo el foco se instala sobre el caso particular de la provincia de Santa Fe, sus resultados fiscales, evaluación de la sustentabilidad y, particularmente, la estrategia financiera elegida por las autoridades provinciales. Por supuesto que los resultados y evaluaciones obtenidas en las secciones precedentes constituyen el sustento del análisis y evaluación del caso santafecino. La caracterización efectuada de la política macroeconómica del último período tiene una incidencia trascendente sobre la situación fiscal de las provincias en general, y más aún en el caso santafecino en particular. La política macroeconómica ejercida desde el gobierno central durante el período reciente distorsiona aún más la práctica del federalismo económico y fiscal, ya tradicional y fuertemente sesgado en contra de las provincias. En palabras del Angel Sciara³⁷ se trata de un federalismo "coercitivo" y "disociado" entre un estado nacional cada vez más fortalecido y estados provinciales cada vez más debilitados económica y políticamente. En este contexto se revisan las decisiones de política adoptadas por las autoridades provinciales.

5.1 SUSTENTABILIDAD FISCAL COMPARADA.

En la sección anterior del trabajo el análisis de sustentabilidad fiscal de los espacios subnacionales se perpetró en función de indicadores, más precisamente el indicador de brecha fiscal primaria o en todo caso en indicadores de sustentabilidad asociados a éste como el indicador macro ajustado. Esta elección se justifica a partir de las características propias del federalismo argentino, y de su federalismo fiscal en particular. En nuestro país las jurisdicciones subnacionales prácticamente no cuentan con instrumentos de política macroeconómica que permitan afrontar las vicisitudes del ciclo económico principalmente producto de shocks que afectan a las economías nacionales como la nuestra. Bajo estas circunstancias se considera que el

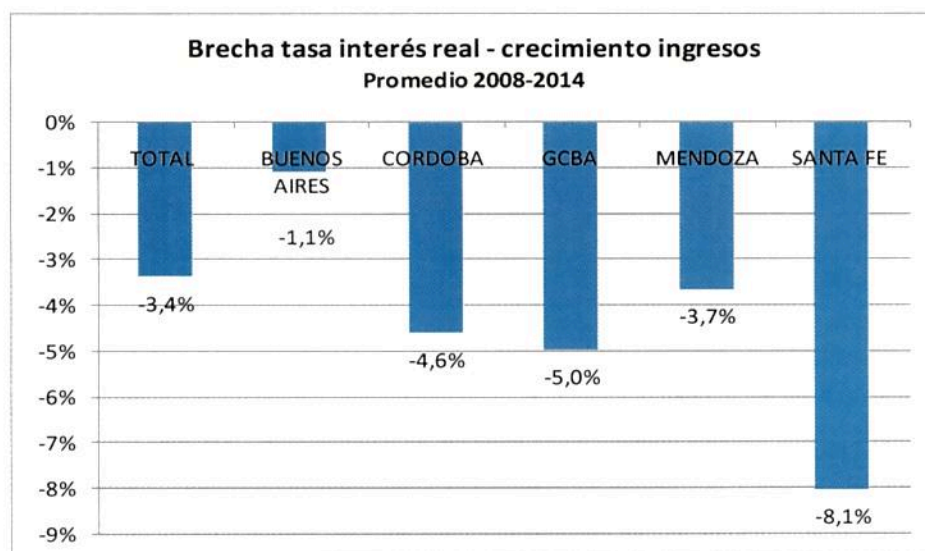
³⁷ Ministro de Economía de la provincia durante los dos últimos períodos de gobierno, entre 2007 y 2015.

indicador de brecha primaria que mide el desvío entre el llamado resultado fiscal primario "requerido" (\overline{sp}) y el resultado fiscal primario (sp) que efectivamente se alcanzó en el período, constituye una primera aproximación como indicador de sustentabilidad fiscal. Este indicador se basa en despejar cuál es el resultado fiscal primario "requerido" para sostener un determinado ratio de deuda/ingresos dadas la tasa de interés de la deuda y el crecimiento de los ingresos. Ciertamente, y como también se mencionó, entre los inconvenientes de estos indicadores está no sólo la elección de los valores para las variables que los componen, sino que esas variables están interrelacionadas, son endógenas. En los cálculos de la sección anterior del indicador de la brecha primaria, $IS = \overline{sp} - sp = (r - \phi) \cdot \overline{b} - sp$, se tomó como tasa de interés de la deuda (r) a la tasa de interés implícita que surge de dividir los intereses de la deuda obtenidos de los cuadros Ahorro-Inversión provinciales y los stocks de deuda pública provinciales para cada año y para el promedio del período. Para la tasa de crecimiento real de los ingresos ($\overline{\phi}$) se escogió a la tasa de variación de los ingresos obtenida de los cuadros Ahorro-Inversión provinciales descontadas por las tasas de inflación para cada año y para el promedio del período. Y para el ratio de deuda sobre ingresos (d) se eligió el ratio entre los stocks de deuda provinciales y los ingresos de cada jurisdicción obtenidos de los cuadros Ahorro-Inversión jurisdiccionales prevaleciente en de cada año y en el promedio del período. Es decir que en ningún caso se utilizaron proyecciones para las tasas de interés reales ni para la tasa de crecimiento de los ingresos reales futuros. Por su parte se consideró implícitamente que el ratio de deuda/ingresos de cada período era el ratio "sostenible", cuando lo más apropiado sería evaluar la optimalidad del ratio de la deuda, dado que la carga de la deuda puede influir sobre la tasa de interés de la misma y también sobre la tasa de crecimiento del producto y, consecuentemente, sobre el crecimiento de los ingresos fiscales. En estas cuestiones es que a continuación se profundiza el análisis, poniendo el foco sobre el caso de la provincia de Santa Fe.

El análisis perpetrado nos muestra el ajuste fiscal primario "requerido" como indicador de sustentabilidad fiscal. No obstante, resulta revelador descomponer

el mismo entre el ratio de resultado primario requerido y el ratio de resultado primario observado. El resultado primario "requerido" resulta de multiplicar la brecha entre la tasa de interés y el crecimiento por el ratio de deuda/ingresos. Adicionalmente, cabe evaluar si el ratio de deuda del período corriente que se incorpora en el cálculo del indicador es "sostenible", es decir si los vencimientos de capital e intereses cuentan con financiamiento a tasas de interés "normales". Puede suceder que superado determinado umbral de endeudamiento la carga de la deuda sea tan elevada de manera de afectar la inversión y el crecimiento, siguiendo los argumentos de Krugman (1988) y de Sachs (1989)³⁸.

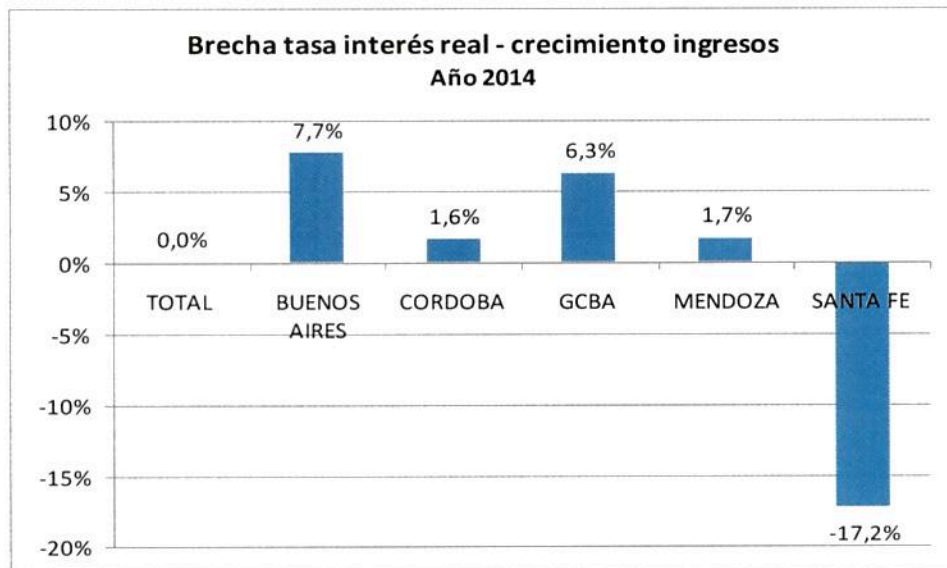
En el gráfico siguiente se compara la brecha entre la tasa de interés de la deuda y el crecimiento de los ingresos para la provincia de Santa Fe, para el total de las jurisdicciones (24) y para las principales provincias argentinas. Esta brecha es negativa para el promedio del período bajo análisis, 2008-2014, correspondiendo a Santa Fe la brecha más negativa. De persistir estas condiciones significa una reducción permanente del ratio de deuda, lo cual acota significativamente el problema de la sustentabilidad fiscal.



³⁸ Krugman, Paul (1988), "Financing vs Forgiven a Debt Overhang", NBER Working Paper 2486, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA, January. Sachs, J. (1989). The debt overhang of developing countries. In Calvo, G. A., Findlay, R. P., Kouri & De Macedo, J. B. (Eds.), *Debt stabilization and development: Essays in memory of Carlos Diaz-Alejandro*(pp.80-102). Oxford and Cambridge, MA: Blackwell.

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON, Ministerios de Economía provinciales

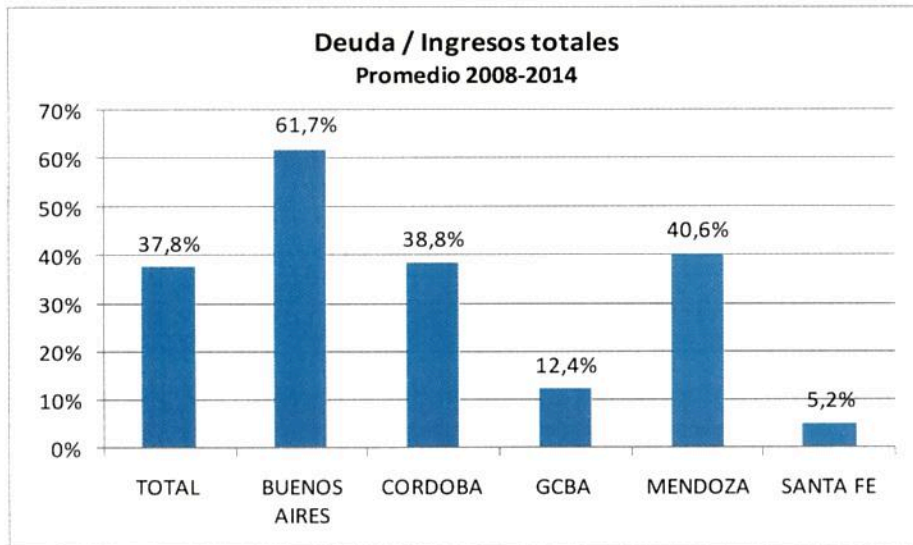
Sin embargo, cuando evaluamos la evolución de esta brecha en el tiempo se encuentra que si bien para el año 2014 la brecha para las 24 jurisdicciones es aproximadamente cero, resulta fuertemente positiva para la provincia de Buenos Aires y el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, y positiva para las provincias de Córdoba y Mendoza. Por su parte para Santa Fe la brecha se mantiene fuertemente negativa debido a que mientras los intereses sobre la deuda son muy reducidos los ingresos fiscales crecen en términos reales.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON, Ministerios de Economía provinciales

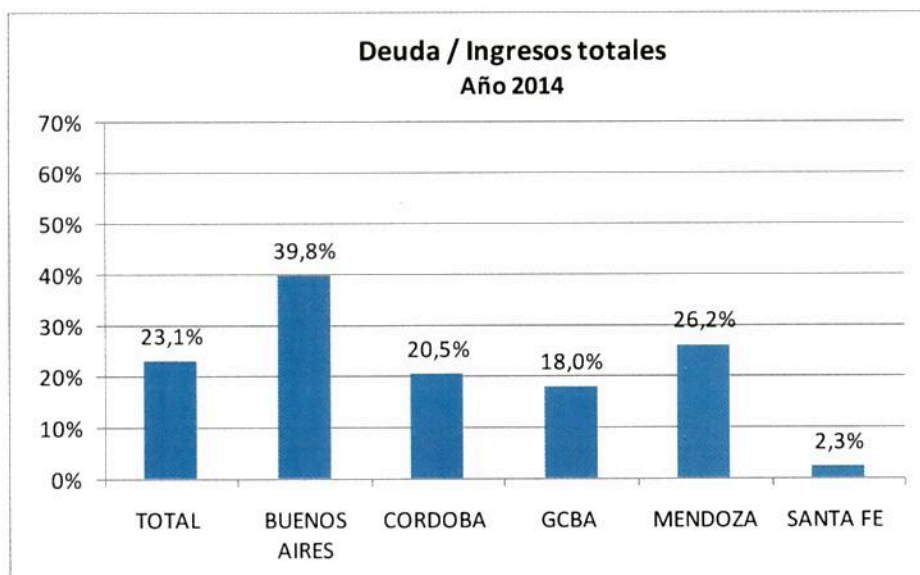
Para la provincia de Santa Fe la proyección de la brecha negativa entre la tasa de interés y el crecimiento de los ingresos del año 2014 significaría la proyección de un ratio de deuda decreciente, que tendería a cero. Como se estudió en secciones anteriores la restricción presupuestaria intertemporal (condición de solvencia) no opera cuando la tasa de interés real de la deuda es inferior al crecimiento real de los ingresos. Es el bajísimo interés real de la deuda provincial lo que minimiza la probabilidad de problemas de sustentabilidad fiscal (en el largo plazo). Además, el ratio de la deuda/ingresos resulta ya resulta prácticamente insignificante. En el gráfico siguiente se aprecia que la carga de la deuda para Santa Fe es mínima, y que resulta

comparativamente muy inferior al promedio del total de las 24 jurisdicciones y más aún cuando se la coteja con las principales jurisdicciones, siempre para el promedio del período 2008-2014.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON, Ministerios de Economía provinciales

La dinámica decreciente del peso de la deuda en el período evaluado provoca que la carga de la deuda para la provincia de Santa Fe apenas supere el 2% sobre los ingresos totales en el año 2014.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON, Ministerios de Economía provinciales

Una primera conclusión preliminar del análisis es que la provincia de Santa Fe no presenta problemas de sustentabilidad fiscal dada la brecha negativa entre tasa de interés real de la deuda y crecimiento de los ingresos, a lo cual se adiciona una reducida razón deuda/ingresos. La reaparición de un moderado déficit fiscal hacia el final del período de análisis constituye en todo caso un problema de liquidez, esto es una restricción de muy corto plazo³⁹. A continuación se indaga cómo esta conclusión se refuerza a partir del análisis pormenorizado de los componentes de ese resultado fiscal lo cual enriquece la evaluación de la situación fiscal de las provincias.

5.2 LA ESTRATEGIA FISCAL Y FINANCIERA DE SANTA FE.

Con la crisis financiera internacional desatada fundamentalmente a partir de la caída de Lehman Brothers el déficit fiscal del conjunto de las 24 jurisdicciones se elevó. Sin embargo, la situación se revirtió en el año 2010 de la mano de la recuperación de la economía nacional que a su vez acompañó la recuperación del grueso de las economías en desarrollo. Mientras que en el año 2010 el conjunto de las jurisdicciones registró un superávit fiscal, primario y financiero, en el año 2011 se revirtió el superávit en un déficit, para ambas mediciones.

24 JURISDICCIONES	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Resultado Primario/PIB	-0,1%	-0,6%	0,6%	-0,6%	-0,3%	-0,1%	0,0%
Resultado Financiero/PIB	-0,4%	-0,8%	0,4%	-0,8%	-0,5%	-0,3%	-0,2%

Este deterioro de las cuentas fiscales provinciales se explica fundamentalmente por la notable disminución en los ingresos por transferencias recibidas por las provincias desde el Estado Nacional en un contexto de fuerte aumento de los gastos, principalmente gastos de consumo, situación que se acentuaría en los años subsiguientes. Este escenario obligó a ajustes prácticamente generalizados en casi todas las jurisdicciones, sobre todo considerando la restricción crediticia prevaleciente. La disminución en los ingresos no se explica en menores transferencias por coparticipación de impuestos, que son

³⁹ Salvo que se tome la decisión de continuar con déficit fiscal en el futuro financiados con endeudamiento de mercado a elevada tasa de interés.

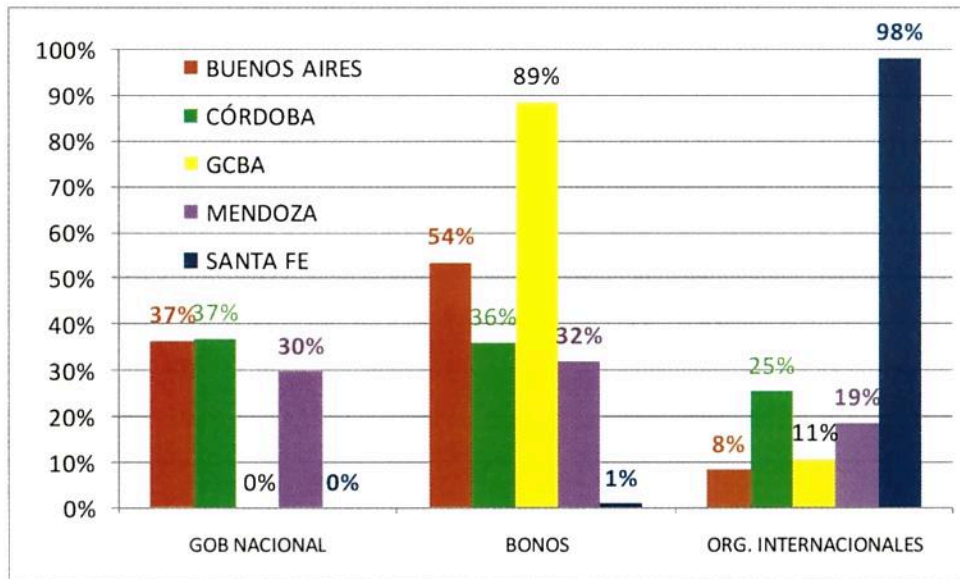
automáticas, sino de transferencias mayormente discrecionales, que son fuertemente direccionadas desde el poder político central, y otorgadas principalmente por motivos y afinidades políticas de los gobiernos provinciales con el poder ejecutivo nacional.

24 JURISDICCIONES	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos Totales /PIB	14,5%	15,5%	15,9%	15,5%	15,9%	16,9%	17,8%
Ingresos x Transferencias/PIB	1,3%	1,9%	2,5%	1,9%	1,5%	1,5%	1,7%
Ingresos Tributarios Provinciales/PIB	4,1%	4,4%	4,3%	4,4%	4,8%	5,5%	5,7%
Ingresos Tributarios Nacionales/PIB	6,3%	6,2%	6,3%	6,4%	6,7%	7,0%	7,2%
Gastos Totales/PIB	14,7%	16,0%	15,3%	16,0%	16,2%	17,0%	17,8%
Gastos Corrientes/PIB	12,8%	14,0%	13,2%	14,0%	14,6%	15,1%	15,9%
Gastos de Capital/PIB	2,2%	2,3%	2,2%	2,3%	1,8%	2,1%	2,2%

Las provincias se vieron obligadas a tomar diversas medidas que generalmente combinaron ajustes de gastos de capital, envío de reformas a sus legislaturas que aumentaron la presión impositiva, mayores déficits financiados con aumento en la deuda "flotante" (proveedores, etc.), e incluso algunas jurisdicciones financiaron déficits emitiendo deuda en los mercados. Por ejemplo, la Provincia de Buenos Aires aumentó la presión impositiva provincial, redujo gastos de capital para sostener gastos corrientes y recurrió a los mercados emitiendo deuda a tasas elevadas. El Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires también aumentó ingresos, pero a la vez logró mantener e incluso incrementar los gastos de capital, para lo cual también recurrió a los mercados emitiendo deuda a tasas altas. Otras provincias no aumentaron sus deudas pero lograron recibir sostenidas transferencias de carácter discrecional por parte de la Nación.

El caso de Santa Fe no solo se trata de una provincia verdaderamente desendeudada, sino con una composición de deudas con bajísimo interés en relación al crecimiento de sus ingresos fiscales reales. Santa Fe tiene concentrada casi toda su deuda con Organismos Internacionales a baja tasa de interés, casi nula en bonos y no tiene deuda con el Gobierno Nacional.

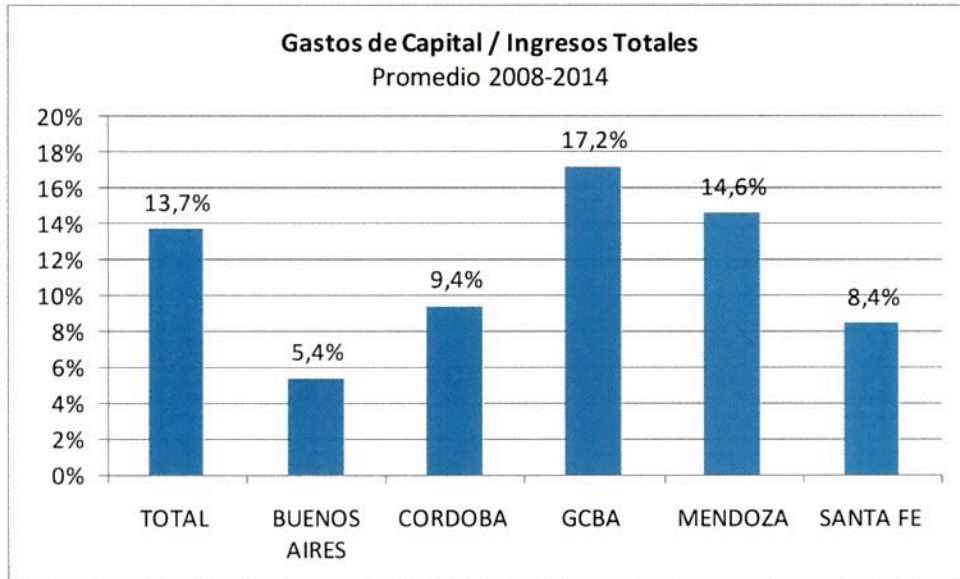
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PROVINCIAL



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON

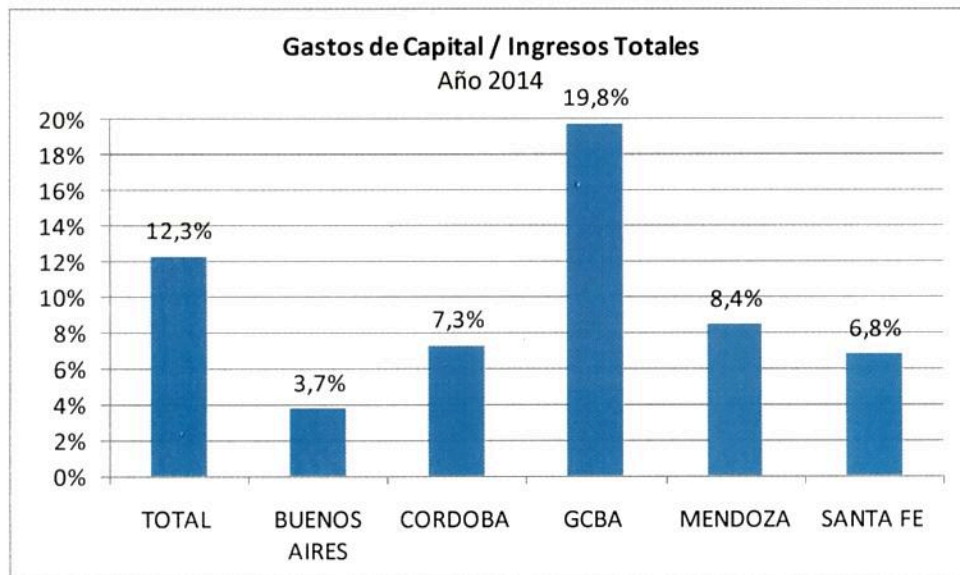
Este estado de situación fiscal de Santa Fe lleva a preguntarnos si tan bajo endeudamiento, más allá de sustentable, resulta óptimo. Y en la respuesta entra que las variables del indicador de la brecha primaria, enfoque en principio ateorico, están en la realidad efectivamente interrelaciones. Por ejemplo, un bajo endeudamiento puede corresponderse con un fisco que, al no tener acceso al crédito ni emitir moneda y verse entonces obligado a mantener equilibrio fiscal, tiene solamente espacio para realizar gastos corrientes. Este gobierno no puede comprometerse en gastos de capital e infraestructura necesaria, y a la vez complementaria con la inversión privada.

En el caso en que se tengan identificados proyectos de inversión de significativa rentabilidad desde un punto de vista de evaluación privada pero fundamentalmente desde una evaluación social (incluyendo una valuación de externalidades positivas), un mayor endeudamiento podría compensarse por mayor productividad y elevar la tasa de crecimiento económico y de esta manera contribuir a la promoción del desarrollo. Cuando comparamos el gasto de capital realizado por las principales jurisdicciones en relación a los ingresos totales encontramos que la provincia de Santa Fe se encuentra por debajo del promedio de las 24 jurisdicciones para el promedio del período bajo análisis.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON, Ministerios de Economía provinciales

Más aún, este ratio parece mostrar una tendencia decreciente para la mayoría de las jurisdicciones incluyendo a Santa Fe, a excepción del GCBA (Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires) que en año 2014 es uno de los pocos casos que muestra un ratio no sólo elevado sino superior al promedio 2008-2014.



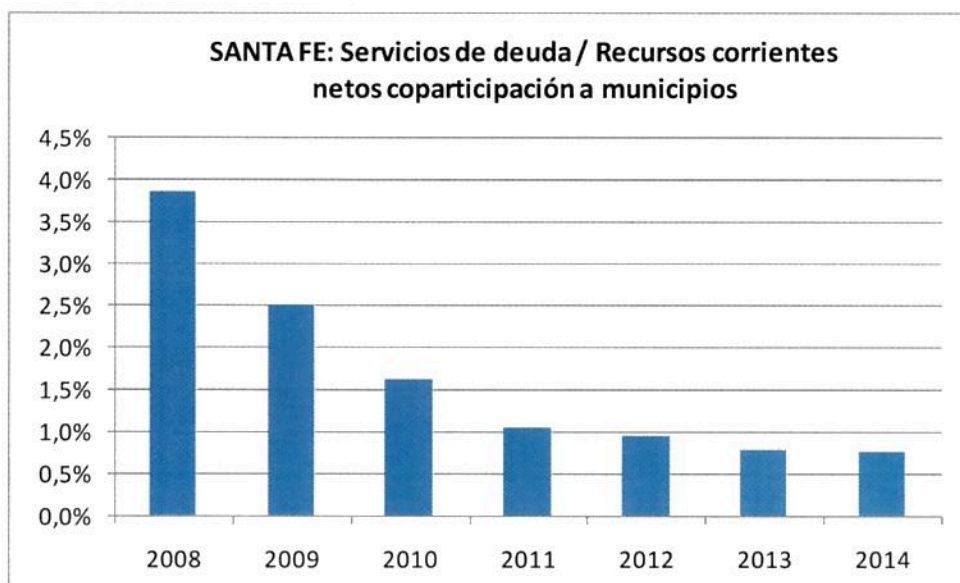
Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON, Ministerios de Economía provinciales

Es cierto también que son innumerables los casos de excesivo endeudamiento de los espacios subnacionales que han derivado en deudas insostenibles e

impagables que forzaron el rescate por parte del estado nacional (*bail out*). Esto sucede generalmente cuando se trata de aumentos de gastos corrientes en contextos de fuerte volatilidad macroeconómica, cuando aunque sean gastos de capital el financiamiento se realiza a tasas de interés muy elevadas, o cuando se invierte en proyectos no rentables. En este último caso se requiere una evaluación de proyectos apropiada, incluyendo una cuantificación de los efectos indirectos de las inversiones: externalidades sobre el empleo, la balanza de pagos, la distribución del ingreso y encadenamientos productivos hacia arriba y hacia abajo. Cuando teniendo en cuenta estos efectos el gasto público resulta "malo" y se financia con endeudamiento a tasas de interés elevadas es muy probable que ese endeudamiento sea insostenible. Este tipo de conductas ha llevado a la implementación de reglas fiscales que suelen limitar el endeudamiento de los espacios nacional y subnacionales, contener el crecimiento del gasto público primario y elaborar presupuestos equilibrados.

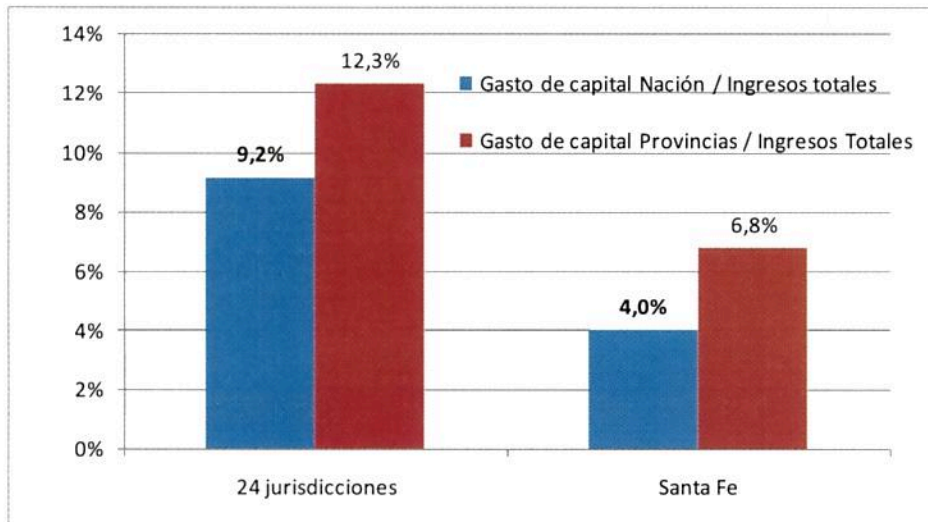
Este es precisamente el sentido de la Ley de Responsabilidad Fiscal sancionada en 2004 que en su artículo 21 dice que los servicios de la deuda no deberán superar el 15% de los recursos corrientes netos de transferencias de coparticipación a Municipios⁴⁰. La determinación de un ratio de endeudamiento "óptimo" es un tema objeto a discusiones y si bien no se discute que una deuda elevada eleva la tasa de interés y afecta el crecimiento, particularmente en economías en desarrollo, no se ha llegado a un consenso definitivo sobre cuál es el umbral. Tomando tan sólo como una referencia el límite fijado por la Ley de Responsabilidad Fiscal del año 2004 del 15% de los servicios de la deuda sobre los recursos corrientes netos de coparticipación a los municipios, nos encontramos con que para Santa Fe ese ratio es notoriamente decreciente e inferior al 1% para el año 2014.

⁴⁰ La Ley 26530 dejó sin efecto para los años 2009 y 2010, las limitaciones contenidas en los artículos 12 y 21 de la Ley 25917, también se excluyeron para la limitación de aumento de gasto aquellos destinados a promover la actividad económica, a sostener el empleo y dar cobertura a emergencia sanitaria y a la asistencia social. La justificación de esta ley fue la crisis financiera internacional. Cabe destacar que a pesar de la recuperación económica mundial y, particularmente de las economías emergentes, las limitaciones han sido sucesivamente prorrogadas en los años posteriores.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON.

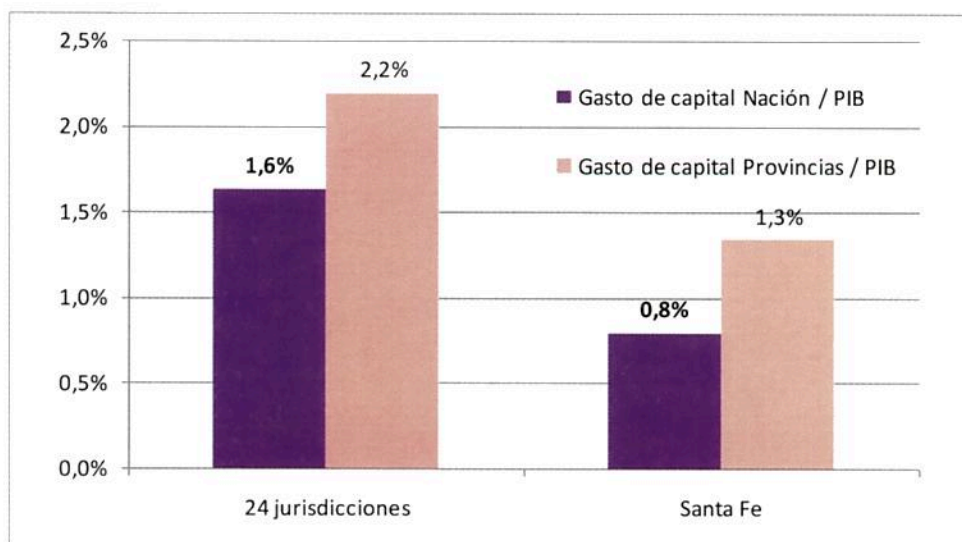
Tan bajo endeudamiento, tan reducidos servicios de amortización de capital e intereses, no son necesariamente una respuesta óptima, sino el resultado de restricciones al endeudamiento que impiden al fisco provincial alcanzar un flujo de inversiones públicas necesarias para el desarrollo. A sabiendas de una elevada correlación entre el gasto público de capital y el crecimiento económico, cabe, en primer lugar, destacar que el gasto público que efectivamente se efectúa en el territorio provincial excede al que se registra en las cuentas fiscales provinciales. Hay obra pública que la Nación directamente realiza en cada una de las jurisdicciones subnacionales. A propósito, a continuación se compara el ratio del gasto de capital de la Nación sobre los ingresos provinciales totales con el gasto de capital Provincial, tanto para el conjunto de las 24 jurisdicciones como para la provincia de Santa Fe.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON.

El ratio del gasto de capital que realiza la propia provincia de Santa Fe relativo a los ingresos provinciales es alrededor de 55% del gasto de capital del conjunto de las jurisdicciones realiza en relación a sus ingresos totales. Pero la diferencia es aún más notoria cuando comparamos el gasto de capital que la Nación realiza en Santa Fe que es poco más del 40% del gasto de capital que la Nación realiza en el conjunto de las 24 jurisdicciones.

Esta contundente discriminación que sufre la provincia de Santa Fe se confirma cuando construimos los ratios de gasto de capital respecto al PIB nacional y al PBG provincial en lugar de utilizar los ingresos fiscales totales, de las 24 jurisdicciones y de la Santa Fe, respectivamente. En conclusión, la provincia de Santa Fe no sólo realiza relativamente poco gasto de capital respecto a lo que podría considerarse "óptimo" sino que se ve fuertemente discriminada por el gasto de capital que la Nación realiza en cada jurisdicción.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda del MECON.

Cabe preguntarse si el bajo endeudamiento provincial, la reducida tasa de interés implícita del mismo, la concentración de la deuda en organismos financieros internacionales y el relativamente bajo gasto de capital, constituyen una falencia propia o si se trata de una respuesta lógica a las restricciones legales y macroeconómicas imperantes en el período analizado.

Restricciones legales al endeudamiento provincial. Las provincias tienen actualmente severas restricciones para aumentar su endeudamiento. En general hay restricciones para endeudarse en el corto plazo, esto es en transcurso de un mismo ejercicio en que debe producirse el repago, o para emprender operaciones de crédito público, esto es endeudamiento que excede el ejercicio presupuestario corriente. En el caso de Santa Fe el artículo 48 de la Ley 12.510 de Administración, Eficiencia y Control del Estado regula el endeudamiento provincial, facultando al Poder Ejecutivo a emitir letras, pagarés o medios sucedáneos de pago cuyo reembolso se produzca dentro del ejercicio, hasta el monto que anualmente fije la Ley de Presupuesto. Entonces para estas operaciones de financiamiento de corto plazo se requiere autorización de la legislatura provincial.

Para las operaciones de crédito público deben cumplirse los requisitos previstos en el Capítulo III de la misma Ley 12.510, en la Constitución

provincial, y en la ley nacional de Responsabilidad Fiscal a la cual la provincia de Santa Fe oportunamente adhirió.

En primer lugar el Ejecutivo provincial requiere de la autorización de la legislatura para acceder a financiamiento que exceda el período presupuestario, lo cual debe cursarse mediante una Ley específica. El artículo 55 inciso 12 de la Constitución provincial reglamentado por el Artículo 70 de la mencionada ley 12.510 requiere que el costo de los servicios de la deuda no pueden superar el 25% de las rentas provinciales.

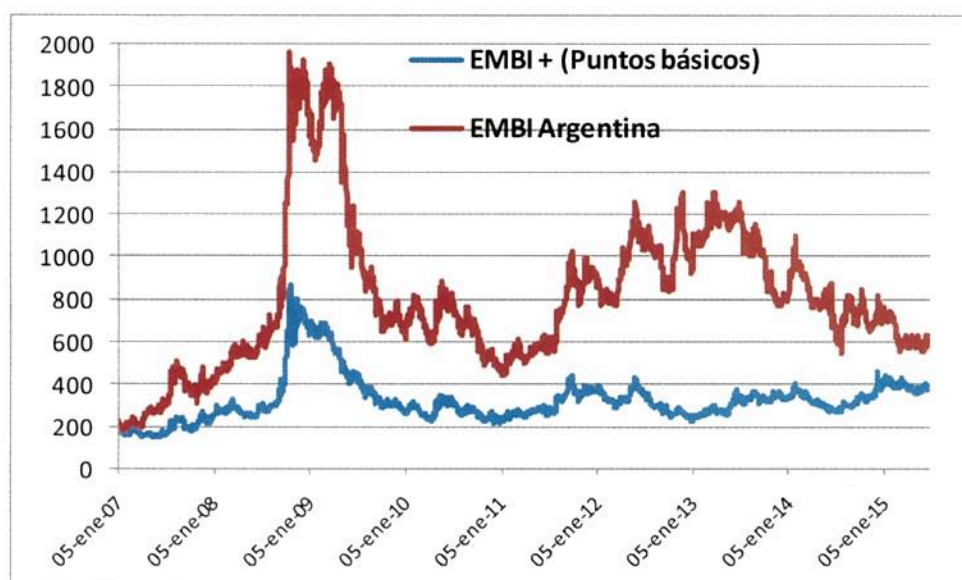
Por otro lado, la provincia de Santa Fe adhirió a la Ley de Responsabilidad Fiscal nacional que, como ya se expresó, impone límites al endeudamiento de los estados subnacionales. No sólo el artículo 21 limita el servicio de la deuda al 15% de los recursos corrientes netos de transferencias de coparticipación, sino que el estado provincial debe obtener autorización del Ministerio de Economía de la Nación, quien debe verificar el cumplimiento del límite de los servicios de deuda.

En síntesis, más allá de las propias limitaciones que un gobierno responsable en el manejo de la cosa pública pueda auto imponerse, las mencionadas constituciones y leyes provinciales y nacionales limitan efectivamente la disponibilidad de financiamiento de los resultados fiscales.

Este conjunto de restricciones financieras prevalece en un contexto de fuerte impulso del gasto público corriente direccionado desde el gobierno central a través de paritarias que trasladan los costos a las provincias y todo en una economía que desaceleró su tasa de crecimiento en el período 2008-2011 respecto a años anteriores y que entró en una meseta de la cual no sólo no logra salir sino que corre alto riesgo de perpetuarse a futuro.

Restricciones macroeconómicas al endeudamiento provincial. Por supuesto que a estas condiciones legales domésticas que limitan el endeudamiento provincial se le debe agregar la restricción crediticia a la que está sujeta el país desde hace varios años y que pone un piso a la tasa de

interés a la que las jurisdicciones subnacionales pueden emitir bonos. Particularmente desde principios de 2007 la sobretasa que el país debe pagar por la emisión de deuda externa se amplió sustantivamente respecto a esa misma sobretasa que pagan las emisiones de bonos de países emergentes, particularmente de países vecinos. La prima de riesgo del EMBI (Emerging Market Bond Index) del JPMorgan implícita en las cotizaciones de los bonos de la Argentina era inferior a los 200 puntos básicos (o 2%) y no difería de la prima de riesgo del conjunto de países emergentes a comienzos de 2007. Esta era la situación de una economía que había presentado hasta entonces una importante tasa de crecimiento con mejora de indicadores sociales y que había verdaderamente logrado una reducción significativa de su deuda externa a partir de la reestructuración del año 2005.



Fuente: Bloomberg.

La aparición de una brecha entre ambas tasas se amplía desde entonces, y no precisamente de manera casual, sino causal con la vergonzante adulteración de los índices de precios y demás estadísticas públicas que sobrevino a la intervención del INDEC. Por supuesto que la política macroeconómica desequilibrada discutida en la primera parte del trabajo resultó determinante para consolidar un escenario de tasas de interés excesivamente elevadas para el país que tuvo su eclosión con el conflicto con los fondos "buitres" a partir de los fallos del juez Griesa en los Estados Unidos. Como surge del gráfico

anterior el efecto de la crisis internacional sobre las tasas de interés para las economías emergentes resultó acotado cuando lo comparamos con las sobretasas de los bonos de nuestro país. Para el momento del conflicto con los fondos "buitres" la Argentina ya tenía casi cerrado el acceso a financiamiento externo o lo tenía a tasas elevadísimas. No es un complot del resto del mundo con la Argentina, es básicamente mala praxis macroeconómica que desperdició un contexto internacional inédito a partir de la primera reestructuración la deuda externa (2005) y luego de superada la crisis financiera internacional (2010): términos de intercambio record histórico para el país, y tasas de interés internacionales iguales a cero. Este panorama fue literalmente desaprovechado por las autoridades nacionales: la economía está en estanflación desde hace cuatro años. Como se evaluó previamente las economías provinciales sufrieron la fuerte apreciación cambiaria real que surgió de la política macro seguida a la vez que vieron restringidas sus posibilidades de endeudamiento a tasas "normales".

La decisión política estratégica de Santa Fe dentro de un objetivo de sustentabilidad de las cuentas fiscales puede inscribirse en la llamada "regla de oro" de la inversión pública que consiste en no endeudarse para cubrir gastos corrientes, sino sólo para gastos de capital. Este precepto tiene su raíz en la equidad intergeneracional como un objetivo de política fiscal en el mediano y largo plazo. En este marco el endeudamiento provincial se busca realizar según proclaman las autoridades "al menor costo financiero posible, plazos extendidos de amortización de capital e intereses y sin mayores condicionamientos". Una conclusión palmaria para el período analizado es que la política macroeconómica prevaleciente operó como la restricción determinante para el cumplimiento pleno de la estrategia política adoptada por las autoridades de la provincia.

5.3 DESAFÍOS FUTUROS.

La economía de la provincia le da a la Nación muchísimo más de lo que recibe de ella. Su estructura productiva orientada principalmente a la producción de

bienes y servicios transables internacionalmente, y su enclave geográfico convierten a Santa Fe en la provincia más importante cuando hablamos de sustentabilidad macroeconómica o externa del país. Santa Fe es la segunda provincia por origen de las exportaciones (más de 15.000 millones de dólares) detrás de Buenos Aires (alrededor de 25.000 millones de dólares). Pero mientras los principales productos de las exportaciones santafecinas corresponden al complejo oleaginoso el principal producto de exportación de origen bonaerense corresponde al complejo automotriz. La diferencia es que en el caso de los productos oleaginosos se trata de exportaciones netas de importaciones casi nulas, mientras que el complejo automotriz es deficitario porque las importaciones de vehículos automotores superan a las exportaciones. Esto sucede con otros varios sectores como el energético, el químico, la industria fueguina, el turismo etc. que son comercialmente deficitarios al menos con la política macroeconómica imperante en los últimos años. En cambio el complejo oleaginoso no sólo es el más eficiente del mundo sino que provee el país más de 20.000 millones de dólares netos de los cuales tres cuartas partes tienen origen en Santa Fe. Por eso es que puede afirmarse que Santa Fe es la provincia que más aporta a la sustentabilidad externa del país. Sin embargo, esta notable capacidad de generar divisas de la provincia no se ve reflejada, por ejemplo, en la recaudación tributaria de propia jurisdicción, que es relativamente escasa. Las retenciones a las exportaciones de soja se coparticipan sólo parcialmente (30% a través del fondo sojero) y no de manera proporcional a la generación de divisas. El fisco provincial se ve sólo indirectamente beneficiado como consecuencia del aumento de la actividad económica que los complejos exportadores provocan a través de los eslabonamientos hacia delante y hacia atrás.

El potencial económico de la provincia de Santa Fe es enorme. Tan sólo notar que mientras la industria manufacturera de Santa Fe y Córdoba tenían según el Censo económico de 1993 el mismo tamaño, según el Censo económico de 2004 la industria manufacturera de Santa Fe ya era un 40% superior. No obstante, se trata de una economía con importantes desigualdades en el desarrollo regional dentro de su propia geografía. Integrar las regiones de la provincia es una tarea todavía inconclusa si se quiere aspirar a una verdadera

igualdad de oportunidades. La provincia cuenta con un Plan Estratégico Provincial formulado a partir de instancias participativas de la población que ha priorizado determinadas obras de infraestructura. Este plan constituye un punto de partida que quizás requiera de evaluaciones de proyectos de inversión, particularmente desde un punto de vista social que incluye una evaluación de las externalidades que los proyectos puedan generar. El bajo endeudamiento y la reducida carga en los servicios de amortización e intereses brindan una ocasión para la concreción de las inversiones que la provincia requiere para consolidar el desarrollo. Una importante conclusión del trabajo es que esto será posible en la medida que se logre revertir el sesgo de la política macroeconómica nacional y sus efectos sobre las economías provinciales, sus resultados fiscales y su financiamiento. Será trascendente también que se rectifique el rumbo que ha tomado el federalismo y más precisamente el federalismo fiscal. Se necesita revertir el clientelismo instalado por las transferencias discrecionales realizadas con criterios de afinidad política desde la Nación a los espacios subnacionales. El próximo período de gobierno, nacional y provincial, puede proporcionar la oportunidad para apuntalar un desarrollo económico y social que afiance el bienestar de sus habitantes.