



<b>Solicitud de evaluación de</b>		Código de la Especialización
<b>TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN</b>		
Nombre y apellido del alumno FEDERICO GASTON GONZALEZ		Tipo y N° de documento de identidad  DNI: 37947500
Año de ingreso a la Especialización – Ciclo 2018	Fecha de aprobación de la última asignatura rendida Noviembre 2018	
Título del Trabajo Final  <b>¿Déficit fiscal primario o financiero?</b> Análisis realizado sobre el Sector Público Nacional Argentino. 2015 - 2019		
Solicitud del Tutor de Trabajo Final  Comunico a la Dirección de la Especialización que el Trabajo Final bajo mi tutoría se encuentra satisfactoriamente concluido. Por lo tanto, solicito se proceda a su evaluación y calificación final.  Firma del Tutor de Trabajo Final .....		
Aclaración.....		
<b>Datos de contacto del Tutor</b>		
Correo electrónico	Teléfonos	
Se adjunta a este formulario: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Trabajo Final de Especialización impreso (indicar cantidad de copias presentadas)</li> <li>• CD con archivo del Trabajo Final en formato digital (versión Word y PDF)</li> <li>• Certificado analítico</li> </ul>		
Fecha	Firma del alumno	



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



# Universidad de Buenos Aires Facultad de Ciencias Económicas Escuela de Estudios de Posgrado

---

## CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO

---

### TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

---

¿Déficit fiscal primario o financiero?  
Análisis realizado sobre el Sector Público Nacional Argentino  
2015 -2019

---

**AUTOR: LIC. FEDERICO GASTÓN GONZÁLEZ**

**DOCENTE DEL TALLER: CRISTINA ROLANDI**

**TUTOR: GONZALO LECUONA**

FEDERICOGONZALEZ@HOTMAIL.COM

SEPTIEMBRE 2018

---



## Datos del Autor

Federico Gastón González es argentino, Licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires, egresado con diploma de honor al mérito académico Cum Laude y con una tesis que aborda la problemática del “Desarrollo del Mercado de Capitales como Potenciador del Crecimiento Económico: El caso argentino (2005-2015)” obteniendo la máxima calificación.

El autor actualmente presta servicios profesionales en el área de Estadísticas del Mercado Abierto Electrónico, habiendo sido asesor económico y financiero de la Secretaría de Vivienda y analista de Precios de Transferencia para DELOITTE & CO.

También dictó clases de Mercado de Capitales y Elementos de Cálculo Financiero en la Universidad de Buenos Aires y de Moneda y Bancos e Instrumentos Bancarios en la Universidad del Salvador.

Actualmente Federico González se encuentra especializándose en Administración Financiera del Sector Público en la Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública y realizando una Maestría en Finanzas con orientación en Administración Financiera del Sector Público en la Universidad de Buenos Aires.

## Resumen Ejecutivo

El presente trabajo analiza la inconveniencia de realizar un análisis del resultado fiscal argentino considerando sólo el resultado primario. Se propone en su lugar complementarlo o reemplazarlo por el resultado financiero.

Motiva el análisis el cambio generado en la lectura de los resultados fiscales a partir de diciembre de 2015, a partir de cuándo las nuevas autoridades económicas comienzan a fijar metas



de resultado fiscal primario en busca de su eliminación en el tiempo, desatendiendo la evolución del resultado financiero, el cual arroja déficits consistentes y crecientes a pesar de la mejora efectuada en los resultados primarios. Como se explicará a lo largo del trabajo, esto ocurre debido a la financiación de un gran déficit primario por un prolongado período de tiempo mediante un fuerte endeudamiento a elevadas tasas de interés. Esto genera un fuerte incremento en el pago de intereses de la deuda, lo que termina incrementando el déficit financiero, o déficit fiscal total a pesar de las reducciones realizadas del déficit fiscal primario. A lo anterior se suma que la mayor parte de la deuda argentina se encuentra nominada en moneda extranjera, por lo que las depreciaciones a las que se vio expuesta la moneda local durante el período analizado también incrementan considerablemente los intereses de esta deuda al medirlos en pesos argentinos.

La principal conclusión que será posible extraer del trabajo es que mientras que en algunas economías, con bajos déficits y tasas de financiamiento se podría utilizar el resultado fiscal primario como una aproximación del resultado fiscal total, en una economía como la Argentina: subdesarrollada, altamente deficitaria, dependiente del endeudamiento externo y con altas tasas de interés, no resulta adecuado basarse en la medición del déficit fiscal primario por no contemplar el pago de intereses, factor que resulta sumamente importante dadas las características del país. Se considera más acertado, por ello y por las particularidades presentadas a lo largo del trabajo, analizar el déficit financiero.

Resulta sumamente importante realizar una adecuada medición del déficit fiscal evitando generar efectos nocivos sobre la implementación de la política económica.



## Índice

<b>Introducción.....</b>	<b>6</b>
<b>Contexto.....</b>	<b>14</b>
<b>Problemática General.....</b>	<b>14</b>
<b>Problemática Específica .....</b>	<b>16</b>
<b>Supuestos Teóricos e Hipótesis.....</b>	<b>17</b>
<b>Propuesta.....</b>	<b>17</b>
<b>Desarrollo Analítico.....</b>	<b>18</b>
<b>Conclusiones.....</b>	<b>32</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>33</b>
<b>Anexo I - Gráficos.....</b>	<b>35</b>
<b>Anexo II - Cuadros.....</b>	<b>42</b>



## Introducción

El presente trabajo busca analizar la conveniencia de realizar un análisis del resultado fiscal argentino considerando sólo el resultado primario o si por el contrario resulta más adecuado complementarlo o reemplazarlo por el resultado financiero.

Para ello el trabajo se divide en ocho apartados.

Luego de esta introducción, en el segundo apartado se explicará el contexto bajo el cual se desarrolla el análisis, aclarando que el mismo se realiza para el Sector Público Nacional Argentino, para el período 2015-2019. El hecho que motiva el análisis en cuestión y el período elegido es el cambio realizado en el análisis del déficit fiscal argentino producido durante este período, en momentos en que las autoridades económicas proponen la reducción del déficit fiscal primario como el principal objetivo económico de gobierno, a la vez que descuidan la atención del déficit fiscal total o déficit financiero, el cual se ve fuertemente incrementado por un considerable aumento en los pagos por intereses de la deuda, producidos a su vez a partir del alto endeudamiento acumulado durante el período analizado y durante períodos anteriores, de las altas tasas de financiamiento a las cuales fue realizado dicho endeudamiento y de la fuerte depreciación del peso ocurrida durante el año 2018, lo que, como se explicará a lo largo del trabajo, incrementa el pago de estos intereses en moneda local debido a que la mayor parte de la deuda se encuentra nominada en moneda extranjera.

Luego de ello, en los siguientes 2 apartados, se desarrollará la problemática general y la problemática específica, detallando como, debido al cambio mencionado sobre el análisis del



déficit fiscal que genera el establecimiento de metas de resultado fiscal primario y no de resultado financiero, al mismo tiempo que se financia el déficit existente con este importante endeudamiento a altas tasas de financiamiento y con un gran porcentaje emitido bajo moneda extranjera, se va generando un importante incremento en el pago de intereses de la deuda, derivando en el mediano plazo en un fuerte incremento del déficit fiscal total, imposibilitando su reducción, o al menos implicando que se destine un mayor porcentaje del gasto total al pago de estos intereses en lugar de a otros componentes del gasto.

Se podrá ver entonces que la reducción del déficit fiscal primario no resulta suficiente para compensar el aumento del déficit financiero que produce el incremento de los intereses de la deuda, generándose cada vez mayores pagos por intereses, los cuales superan los ahorros obtenidos en otros gastos.

También se destaca en estos apartados, y como parte de las problemáticas analizadas, que el porcentaje de la deuda pública en moneda extranjera representó el 70,2% del total de deuda contraída a marzo de 2018, por lo que, a medida que se deprecia la moneda los intereses medidos en moneda local correspondientes a esta deuda varían también al alza, generándose un riesgo potencial a partir de las fuertes depreciaciones ocurridas durante 2017 y principalmente 2018.

También se menciona que el fuerte incremento observado en el peso de los intereses de la deuda sobre el déficit fiscal total provoca una recomposición del gasto público total, incrementándose el porcentaje destinado al pago de intereses y disminuyendo el de los gastos destinados a los demás componentes del gasto primario, generando así un mayor costo social,



debido a que el déficit persiste, mientras que lo que se ve modificado es la asignación de dicho déficit, desde los componentes del gasto primario hacia el pago de los intereses de la deuda.

Independientemente de si es realmente necesaria o no la reducción del déficit e independientemente del modo en que se realiza, el problema específico que se aborda es acerca de un problema de diagnóstico de la situación Argentina por parte de los hacedores de política económica, dado que la reducción de dicho déficit busca alcanzarse exclusivamente mediante la reducción del déficit fiscal primario, sin considerar el déficit financiero o déficit fiscal total, y mucho menos contemplando el déficit cuasi fiscal, ni otra infinidad de variables macroeconómicas que en su conjunto aquejan a la economía argentina. Como se explicará a lo largo del trabajo este es un error de análisis fundamental de los hacedores de política económica, debido a que no se contempla el pago de los intereses de la deuda que, como se explicará, resultan elevados y crecientes en el tiempo debido a los factores mencionados.

En resumen, se puede observar con preocupación que el resultado financiero de la Administración Pública Nacional avanza como producto del incremento en el pago de intereses de la deuda, aun cuando el déficit primario se reduzca para el mismo período analizado o aun cuando se obtengan superávits primarios.

Luego de desarrollar las problemáticas analizadas, en los siguientes apartados se definirá la hipótesis fundamental del trabajo y se elaborará una propuesta concisa para pasar finalmente al desarrollo analítico del tema de investigación.





La hipótesis fundamental del trabajo es que, para realizar un correcto análisis de la situación fiscal en Argentina y para poder aplicar políticas públicas de calidad se debe considerar el déficit financiero como un todo y no el déficit fiscal primario.

Resulta imperioso que las autoridades económicas realicen una correcta evaluación del déficit fiscal y las causas que lo originan, ya que de lo contrario podrían generarse efectos desfavorables sobre la implementación de la política económica. Es por ello que en el presente trabajo se considerará, luego de analizar todas las variables relevantes, que es correcta la hipótesis de que es el déficit financiero el que debería servir de base de análisis dadas las características financieras y crediticias que presenta Argentina durante el período analizado, lo que se busca fundamentar teóricamente y exponiendo los resultados fiscales primario y financiero de Argentina durante el período mencionado, así como sus proyecciones para el año 2019.

Para finalizar, en el apartado sobre el desarrollo analítico, se buscará brindar algunas nociones básicas sobre el déficit fiscal, para lo cual se ofrece una definición sobre dicho concepto y se menciona la importancia de dimensionar correctamente su tamaño e impacto en la economía a través de su medición en relación al Producto Bruto Interno, los ingresos percibidos, los gastos realizados y la recaudación tributaria de esa economía. Es importante realizar una adecuada medición para poder dimensionar correctamente su magnitud en función de una determinada economía y conseguir compararla así con otras economías y analizar correctamente su variación a través del tiempo.



También se define el déficit fiscal estructural y déficit fiscal crónico por la importancia que revisten dichos conceptos para Argentina, considerándolos el problema fundamental del déficit fiscal argentino, debido a su dimensión y persistencia en el tiempo.

Se continúa distinguiendo entre déficit fiscal primario y déficit financiero y se precisan particularmente dichos conceptos, mostrándolos sencillamente a través de ecuaciones simples. Esta es la principal distinción que se elabora a lo largo del trabajo y se refiere principalmente a si incluyen o no, respectivamente, el pago de los intereses de la deuda dentro del gasto total computado.

A continuación se especifican las posibles fuentes de financiación del déficit (emisión monetaria, emisión de deuda o una combinación de ambos) y la importancia de que cualquiera de ellas sea utilizada siempre de forma transitoria y con volúmenes que resulten sostenibles en el tiempo. Estas formas de financiamiento resultan el segundo concepto fundamental del trabajo debido a que, como ocurrió en la década de 1980, el financiamiento del déficit mediante endeudamiento, de no realizarse de manera adecuada con volúmenes reducidos y a bajas tasas de financiamiento, puede generar un importante incremento en el pago de intereses de la deuda para periodos posteriores que condicione o imposibilite la reducción del déficit financiero futuro. Como se verá, esto es un factor clave, debido a que actualmente, y tal como ocurrió en la década mencionada, Argentina se encuentra nuevamente bajo un esquema de financiamiento del déficit similar, a través del cual corre el riesgo de que nuevamente se produzca un elevado incremento en el pago de los intereses de su deuda que imposibilite o dificulte la reducción del déficit financiero.



A lo mencionado se suma que, al igual que como ocurrió a partir de 1985, la fuerte depreciación del peso ocurrida durante el año 2018 contribuye inevitablemente al incremento del déficit financiero debido al incremento en moneda local de los intereses de la deuda en moneda extranjera.

Así, a pesar de que se logre el objetivo de eliminar el déficit fiscal primario o hasta incluso a pesar de que se consigan superávits primarios, al no contemplar el pago de los intereses de la deuda sobre el déficit financiero se corre el riesgo de que el mismo se vea fuertemente incrementado condicionando considerablemente a la economía argentina.

En base a lo anterior, se prosigue detallando las diversas formas posibles de reducción de los déficits fiscales (incrementos de impuestos, reducción de gastos, o una combinación de ambos) y se finaliza especificando las diferentes variables macroeconómicas que pueden afectar directa o indirectamente a los déficits fiscal y financiero, tales como una variación en la tasa de crecimiento económico, modificaciones impositivas, variaciones en el tipo de cambio y principalmente la tasa de interés a la que se accede para financiar el déficit.

Realizadas todas las definiciones pertinentes y pudiendo utilizar todos los conceptos desarrollados se avanza con el análisis particular del déficit fiscal argentino bajo el período analizado, pudiendo considerar específicamente la medición del déficit fiscal en Argentina, las transformaciones realizadas en su lectura a partir del cambio de gobierno de 2015 y las consecuencias que esto podría implicar para el futuro de la economía. Para esto se explica la utilización del déficit fiscal primario para el establecimiento de metas de reducción parcial del



mismo, desatendiendo el déficit financiero y el impacto que tiene en el mismo el incremento en los intereses de la deuda contraída con anterioridad.

Como se indicó con anterioridad, la base fundamental del presente trabajo es la consideración de este último, el déficit financiero, como aquel que debe servir de base de análisis debido a las características financieras y crediticias de la Argentina actual.

La principal crítica mencionada a esta modificación en la lectura del déficit consiste en que a la par que son fijadas y cumplidas las metas de reducción del déficit fiscal primario, se financia dicho déficit con un fuerte endeudamiento, a altas tasas de interés, lo cual genera un fuerte incremento en el pago de intereses de la deuda y a partir de ello en el déficit financiero, imposibilitando su reducción o implicando que se destine un mayor porcentaje del gasto total al pago de estos intereses en lugar de a otros componentes del gasto, con el importante impacto económico y social que esto genera (en base a las estimaciones realizadas por el Ministerio de Hacienda de la Nación para el año 2019 se pudo apreciar que el pago de intereses para dicho año se verá incrementado en un 50% con respecto al 2018 y que dicho monto resultará equivalente a todo el presupuesto destinado a Salarios y Universidades y casi cuatro veces lo destinado a Gastos de Capital).

Se prosigue especificando las fuentes de información utilizadas y los aspectos considerados relevantes para su confección y análisis. También se menciona la variación de diversos indicadores y su importancia, los que se exponen gráficamente en el anexo I. Tales indicadores son el porcentaje de intereses de la deuda sobre el total del déficit financiero, el porcentaje de la deuda pública nominada en moneda extranjera, el peso argentino, el riesgo país, los Credit Default Swaps



y diversos componentes del gasto. Además, se trabaja sobre las estimaciones realizadas por el Ministerio de Hacienda de la Nación para el ejercicio fiscal 2019 y se finaliza mostrando estudios de la Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública donde a pesar de las diferencias en las metodologías utilizadas en la medición de los resultados primario y financiero y en el cálculo de los intereses de la deuda, se llega a las mismas conclusiones que en el presente trabajo: fuerte incremento en el pago de intereses de la deuda y su afectación directa sobre el déficit financiero a pesar de la reducción del déficit fiscal primario y se verifica que la reducción del déficit fiscal primario no resulta suficiente para compensar el incremento en el pago de los intereses.

Por último, se presentan las conclusiones del trabajo, sosteniendo que no resulta adecuado basarse en la medición del déficit fiscal primario, por no contemplar este el pago de intereses de la deuda, para una economía con las características que presenta Argentina durante el período analizado: subdesarrollada, altamente deficitaria, dependiente del endeudamiento externo y con altas tasas de interés. Se considera más acertado, por ello y por las particularidades presentadas a lo largo del trabajo, realizar el análisis sobre el déficit financiero.

En otro tipo de economías, con menores déficits y con menores tasas de interés, se podría utilizar el déficit fiscal primario como una aproximación del déficit fiscal total.

Como se afirmó con anterioridad, urge realizar una adecuada medición del déficit fiscal debido a que, de realizarse una incorrecta e incompleta medición de este podrían generarse efectos nocivos sobre la implementación de la política económica.



## Contexto

El presente trabajo realiza un análisis de los resultados fiscales del Sector Público Nacional Argentino durante el período comprendido entre el año 2015 y el año 2019.

Motiva el análisis, y el período elegido, el cambio de visión sobre el déficit fiscal que atraviesa la economía argentina en la actualidad, en momentos en que las autoridades proponen como principal objetivo de gobierno la reducción del déficit fiscal primario, a la vez que se descuida la atención del déficit fiscal total o déficit financiero, el cual se ve fuertemente incrementado por el importante aumento en los pagos por intereses de la deuda contraída en el pasado. Estos intereses, como se verá, se ven fuertemente acrecentados a partir del alto endeudamiento producido durante el período analizado, de las altas tasas de financiamiento a las cuales fue realizado dicho endeudamiento y de la fuerte depreciación del peso ocurrida durante el año 2018, lo que, como se explicará a lo largo del trabajo, incrementa el pago de estos intereses en moneda local debido a que la mayor parte de la deuda se encuentra nominada en moneda extranjera.

## Problemática General

Como se indicó, la medición del déficit fiscal en Argentina se encuentra bajo un cambio importante en el modo en que es analizado, a partir del cual se fijan metas de resultado fiscal primario, a la vez que se financia el déficit existente con un elevado endeudamiento a altas tasas



de interés, lo cual genera un importante incremento en el pago de intereses que derivan en un fuerte incremento del déficit fiscal total.

Como se verá, la reducción del déficit fiscal primario no resulta suficiente para compensar el aumento del déficit financiero producido por el aumento de los intereses de la deuda, generándose cada vez mayores pagos por intereses, los cuales superan los ahorros que se aplican en otros gastos.

Es importante también destacar que, según información de la Secretaría de Finanzas de la Nación, para el primer trimestre de 2018, el porcentaje de la deuda pública en moneda extranjera representó el 70,2% del total de deuda contraída, por lo que, a medida que se deprecia la moneda los intereses medidos en moneda local correspondientes a esta deuda varían también al alza, generándose un riesgo potencial a partir de las fuertes depreciaciones ocurridas durante 2017 y principalmente 2018.

También es importante mencionar que el fuerte incremento mencionado en el peso de los intereses de la deuda sobre el déficit fiscal total implica una recomposición del gasto público total, incrementándose el porcentaje destinado al pago de intereses y disminuyendo el de los gastos destinados a los demás componentes del gasto primario. El resultado fundamental de esto es un mayor costo social, debido a que el déficit persiste, mientras que lo que se ve modificado es la asignación de dicho déficit, desde los componentes del gasto mencionados hacia el pago de los intereses de la deuda, que en su mayor parte corresponde a deuda externa.



En resumen, se puede observar con preocupación que el déficit financiero de la Administración Pública Nacional avanza como producto del incremento en el pago de intereses de la deuda, aun cuando el déficit primario se reduzca para el mismo período analizado o aun cuando se obtengan superávits primarios.

## **Problemática Específica**

Como fue explicado al desarrollar la problemática general, a partir del cambio de gobierno efectuado en diciembre de 2015 la reducción del déficit fiscal se asumió como una de las principales políticas del nuevo gobierno. Independientemente de si resulta necesaria o no la reducción del déficit e independientemente del modo en que se realiza la misma, el problema específico que se aborda es acerca de un problema de diagnóstico de la situación Argentina por parte de los hacedores de política económica, dado que la reducción de dicho déficit busca alcanzarse exclusivamente mediante la reducción del déficit fiscal primario, no considerando el déficit financiero o déficit fiscal total, y mucho menos el déficit cuasi fiscal, ni contemplando otra infinidad de variables macroeconómicas que en su conjunto aquejan a la economía argentina. Como se explicará a lo largo del trabajo este es un error de análisis fundamental de los hacedores de política económica, debido a que no se contempla el pago de los intereses de la deuda que, como se explicará, resultan elevados y crecientes en el tiempo por múltiples factores, tales como una elevada necesidad de financiamiento, un importante stock de deuda contraída en el pasado,





una alta tasa de financiamiento y un gran porcentaje de deuda contraída en moneda extranjera, el cual afecta el pago de los intereses en pesos ante variaciones en el tipo de cambio.

## **Supuestos Teóricos e Hipótesis**

Para realizar un correcto análisis de la situación fiscal en Argentina y para poder aplicar políticas públicas de calidad se debe considerar el déficit financiero como un todo y no el déficit fiscal primario dadas las características financieras y crediticias que presenta Argentina durante el período analizado.

## **Propuesta**

Resulta sumamente importante realizar una correcta evaluación del déficit fiscal y las causas que lo originan, ya que, como afirma Bekerman, de lo contrario pueden generarse efectos desfavorables sobre la implementación de la política económica (1988). Por esto y por todo lo mencionado en el apartado anterior es que en el presente trabajo se considera y se propone al déficit financiero como el que debería servir de base de análisis dadas las características financieras y el nivel de riesgo crediticio que presenta Argentina durante el período analizado.



## Desarrollo Analítico

En el presente apartado se pretende brindar algunas definiciones básicas sobre déficit fiscal primario, financiero y estructural, métodos de financiamiento de los déficits, y formas de reducción de los mismos, entre otros aspectos considerados relevantes para avanzar luego con el análisis del caso argentino, la medición del déficit fiscal en Argentina, las transformaciones realizadas en su lectura y las consecuencias que esto podría implicar para el futuro de la economía.

Para comenzar, es posible definir al déficit fiscal sencillamente como la situación en la que los gastos realizados por el Sector Público superan a los ingresos no financieros percibidos por el mismo, calculado en un determinado período de tiempo (por lo general un año).

Para poder dimensionar correctamente la magnitud del déficit de una determinada economía y para poder brindar una adecuada comparabilidad con otras economías y entre distintos períodos de tiempo, es recomendable analizar su relación con su Producto Bruto Interno. Incluso, para realizar una comparación más exhaustiva y para obtener mayor precisión sobre las implicancias de la magnitud del déficit fiscal, resulta conveniente analizar su relación con los ingresos percibidos por cada economía, los gastos realizados por las mismas y la recaudación tributaria.

Se suele hablar normalmente de déficit fiscal estructural para hacer referencia a un déficit fiscal crónico, persistente a través de los años, lo cual es justamente el problema fundamental del déficit fiscal argentino. Aquí cabe aclarar que si bien sería un error importante desconocer los potenciales efectos negativos que un déficit fiscal estructural podría ocasionar sobre una economía



(principalmente en términos de inflación y acentuación de la restricción externa), puede resultar igualmente nocivo creerlo la única causa de todos los males económicos y luchar contra ello desatendiendo otros frentes, no entendiendo el manejo de la economía como un todo.

El déficit fiscal puede medirse incluyendo, o no, los intereses abonados por el pago de la deuda contraída en el pasado. Se puede hablar entonces de déficit fiscal primario y de déficit financiero, o déficit fiscal total, según se incluyan o no dichos intereses.

Es posible definir al déficit primario como la diferencia entre el gasto corriente del Estado en bienes y servicios en un período de tiempo ( $G_t$ ), y el ingreso total percibido a través de los impuestos en el mismo período de tiempo ( $T_t$ ). Entonces:

$$\text{Déficit Fiscal Primario} = G_t - T_t$$

El déficit financiero, por otro lado, puede definirse como el déficit primario más los pagos por intereses de la deuda. Entonces, si  $D_{t-1}$  es la deuda contraída en el pasado, y  $r$  es la tasa de interés asumida por esta deuda<sup>1</sup>:

$$\text{Déficit Financiero} = rD_{t-1} + (G_t - T_t)$$

La definición del déficit financiero puede ampliarse al distinguir entre Ingresos Corrientes ( $IC_t$ ) e Ingresos de Capital ( $IK_t$ ) y entre Gastos Corrientes ( $GC_t$ ) y Gastos de Capital ( $GK_t$ ).

Entonces:

---

<sup>1</sup> Es importante destacar que la deuda que un país contrajo en el pasado resulta muy heterogénea en cuanto a sus características y presenta diferencias importantes en cuanto a sus tasas de interés, por lo que la ecuación que se expresa es una simplificación que permita comprender con mayor claridad los conceptos abordados por el presente trabajo.



$$\text{Déficit Financiero} = (IC_t - GC_t) + (IK_t - GK_t)$$

Dentro de los gastos corrientes se encuentran los intereses de la deuda, por lo que resulta muy importante realizar esta distinción entre ingresos y gastos corrientes y de capital para poder apreciar con mayor profundidad la importancia de considerar el déficit financiero como un todo y no solo el déficit primario, que como se dijo, no incluye estos intereses dentro del gasto, resultando un indicador importante, pero parcial, del resultado fiscal de un país. Corresponde considerar el pago de intereses como cualquiera de los otros gastos que componen el resultado fiscal total.

Es importante aclarar que el déficit fiscal solo puede ser financiado mediante emisión monetaria, endeudamiento (interno y/o externo), o a partir de una combinación de ambos factores. No obstante, se debe tener en cuenta que ambos métodos de financiamiento presentan un límite, resultando imperioso que su utilización deba ser siempre transitoria y en volúmenes que resulten sostenibles en el tiempo.

Lo anterior lleva a que en algún momento los gobiernos busquen la manera de reducir sus déficits fiscales (Sargent y Wallace, 1981), lo cual puede lograrse mediante incrementos de los impuestos, reducción de los gastos, o una combinación de ambos factores.

En cuanto a lo anterior, también vale la pena destacar que financiar el déficit fiscal mediante emisión de deuda en moneda extranjera y no a partir de emisión monetaria implica perder la capacidad de reducir dicha deuda mediante devaluaciones o vía impuesto inflacionario, y deja más expuesto a un país a sus flujos de comercio y de capitales.



Las formas de financiamiento del déficit mencionadas son importantes, debido a que, tal como ocurrió en la década de 1980, el financiamiento del déficit vía endeudamiento puede generar un importante incremento en el pago de intereses de la deuda para periodos posteriores (Bekerman 1988). Bekerman afirma que el financiamiento del déficit no solo debe cubrir el déficit fiscal primario (o resultado operativo), sino que también debe incluir el pago de los intereses de deudas contraídas en el pasado. Por esto, actualmente Argentina corre el riesgo de que, al igual que como ocurrió a partir de 1982, se produzca un elevado incremento en el pago de los intereses de su deuda que imposibilite o dificulte la reducción del déficit fiscal total, y al igual que como ocurrió a partir de 1985, la depreciación del peso contribuya al incremento del déficit financiero debido nuevamente al incremento de los intereses de la deuda externa<sup>2</sup>. Así, a pesar de que el gobierno argentino logre reducir el déficit fiscal primario, como resultado de su actual política de metas de déficit fiscal, al dejar de lado el análisis del impacto de los intereses de la deuda sobre el déficit financiero corre el riesgo de que en los años venideros el déficit fiscal total se vea incrementado considerablemente como producto de los costos financieros, a pesar de que el déficit operativo, o el déficit fiscal primario, resulte bajo o incluso a pesar de que arroje superávit. Lo mencionado será analizado con mayor profundidad en el próximo apartado.

También es importante destacar que el déficit fiscal puede incrementarse o reducirse a partir de la variación de distintas variables macroeconómicas, aun cuando las variables mencionadas con anterioridad no sufran modificaciones. Por ejemplo, en momentos de

---

<sup>2</sup> Tal como afirma Bekerman, el impacto fiscal negativo que generan las devaluaciones de la moneda local a partir del fuerte incremento de los intereses pagados en pesos de la deuda externa permite entender que en la economía argentina la política cambiaria y monetaria tiene que ir coordinada de la política fiscal.



crecimiento económico el déficit suele reducirse, manteniendo todas las demás variables constantes, debido a un alza en la recaudación impositiva provocada por la mayor actividad económica, mientras que, por el contrario, en momentos de recesiones económicas los déficits suelen aumentar, manteniendo todas las demás variables constantes, debido a una menor recaudación impositiva provocada por la menor actividad y a la activación de planes fiscales anti cíclicos a partir de incrementos del gasto.

Asimismo, puede afectarse el déficit a partir de modificaciones impositivas, debido a que, manteniendo todas las demás variables constantes, una mayor recaudación provocaría una reducción del déficit fiscal primario, y por el contrario, una menor recaudación provocaría un incremento de dicho déficit.

Un tercer ejemplo que suele presentarse es la tasa de interés de la deuda pública, ya que al financiar el gobierno su déficit con endeudamiento, manteniendo siempre todas las demás variables constantes, un incremento en la tasa de financiamiento o en el riesgo país generaría un incremento en el pago de intereses de la deuda, incrementando así el déficit fiscal total, mientras que una reducción en la tasa de interés generaría una reducción en el pago futuro de intereses de la deuda, reduciendo en el tiempo el déficit fiscal total.

Entre muchas otras variables que pueden afectar al déficit fiscal también resulta importante mencionar el tipo de cambio, debido a que, como siempre, manteniendo todas las demás variables constantes, un mayor tipo de cambio provocaría un incremento en el monto en moneda local de los intereses de la deuda contraída en moneda extranjera, mientras que, por otro lado, un menor



tipo de cambio generaría una reducción en el monto pagado por estos intereses, aumentando y disminuyendo así, respectivamente, el déficit financiero.

Es conveniente aclarar que siempre que se mencionan aumentos o reducciones se hace en términos reales, debido a que países con alta inflación como Argentina pueden ver como su recaudación impositiva en valores nominales se incrementa considerablemente a pesar de poder encontrarse en períodos de fuertes recesiones, mientras que el ajuste de esta variable si se puede observar con claridad al trabajar en valores reales.

Es importante destacar también el hecho de que las elevadas tasas a las que se puede financiar el déficit fiscal (tanto internas como externas) generan un efecto nocivo sobre el déficit fiscal de los años futuros, cosa que no ocurre en países que logran acceder a financiamiento a tasas más bajas, lo cual genera otro motivo por el cual no resulta adecuado el establecimiento de metas de déficit fiscal primario en detrimento del déficit financiero en países que, como es el caso de Argentina, presentan conjuntamente elevadas tasas de interés y elevadas necesidades de financiamiento.

Por último, es importante aclarar que el presente trabajo solo pretende analizar la conveniencia, o no, de la utilización teórica del déficit fiscal primario en detrimento del déficit fiscal total, en un período determinado y para un país en particular y por la dimensión que presenta el mismo se deja de lado el análisis sobre si resulta realmente necesaria la reducción de dichos déficits. Sólo se menciona el hecho de que países como Corea y Australia han demostrado que, gracias al sostenimiento y financiamiento de elevados y persistentes déficits fiscales y de cuenta corriente, lograron alcanzar importantes niveles de desarrollo económico. Estos países, sin



embargo, hay que aclarar, presentaron características diferentes a la Argentina, dado que han podido sostener sus déficits gracias al financiamiento externo provocado por su alianza política y económica con Estados Unidos durante la guerra fría (Coatz y Scheteingart, 2015). Sin el fuerte apoyo recibido por parte de Estados Unidos, estos países probablemente hubieran tenido problemas para sostener sus tan elevados y persistentes niveles de déficit, al igual que ocurrió históricamente con la Argentina. En resumen, si bien no se pretende abordar el tema en el presente trabajo, lo que si se pretende es dejar constancia de que el déficit fiscal en sí no es dañino para la economía, sino por el contrario, podría ser incluso la causa del desarrollo de la misma, pero esto siempre y cuando pueda ser financiado y se utilice de manera correcta.

Hechas las definiciones pertinentes sobre déficit fiscal primario, financiero y estructural, métodos de financiamiento de los déficits, y formas de reducción de los mismos es posible avanzar más fácilmente con el análisis específico del caso argentino para el período mencionado.

Como se mencionó en apartados anteriores, la medición y evaluación del déficit fiscal en Argentina se encuentra sufriendo cambios desde diciembre de 2015, a partir de cuándo se fija como principal objetivo de gobierno una política de reducción paulatina del déficit fiscal, mediante el establecimiento de metas de resultado fiscal primario, descuidando el objetivo final del déficit fiscal total, o déficit financiero.

En este sentido el gobierno argentino, en el periodo analizado, ha fijado metas de resultado fiscal primario en busca de su prolongada reducción en el tiempo, al tiempo que financia ese déficit





primario con un elevado endeudamiento<sup>3</sup> a altas tasas de financiamiento<sup>4</sup>, producto del alto riesgo crediticio que afronta el país<sup>5</sup>, generando así un importante incremento en el pago de intereses de la deuda que derivan en el mediano plazo en un fuerte incremento del déficit fiscal total, imposibilitando su reducción, o al menos implicando que se destine un mayor porcentaje del gasto total al pago de estos intereses en lugar de a otros componentes del gasto, como será demostrada más adelante.

La información que se utilizará en el trabajo sobre los resultados presupuestarios es información pública provista mensualmente por el Ministerio de Hacienda de la Nación Argentina.

---

<sup>3</sup> Según datos de la Secretaría de Finanzas de la Nación correspondientes al primer trimestre de 2018 la Deuda Pública Bruta ascendía a 331.481 millones de dólares o 59,3% del PBI del mismo período. Este dato representa un incremento del 37,7% con respecto a 2015, 68,1% con respecto a 2011 y 72,4% con respecto a 2004. Lo mencionado puede observarse en el Gráfico 1 del Anexo I. Estimaciones privadas ubican esta deuda para el tercer trimestre de 2018 entre el 80% y el 100% del PBI como efecto de un fuerte endeudamiento con el Fondo Monetario Internacional y de una depreciación del peso de más del 100%

<sup>4</sup> En el Gráfico 2 del Anexo I se puede observar la evolución de los rendimientos obtenidos por los principales títulos públicos del gobierno nacional de corto, mediano y largo plazo, pudiéndose observar que las tasas de financiamiento a las que podría financiarse Argentina se encuentran siempre en valores elevados, a pesar de las fluctuaciones que pueda haber en el corto plazo. Se puede apreciar asimismo un descenso considerable durante los años 2016 y 2017 y un importante incremento durante 2018, producto de fuertes bajas en las cotizaciones de los bonos argentinos.

<sup>5</sup> Se suele tomar como indicador del riesgo crediticio el Riesgo País, medido con el EMBI+ (Emerging Markets Bond Index), de JP Morgan Chase. Este comprende una canasta de instrumentos de deuda externa emitidos por distintas entidades de países emergentes.

El Riesgo País es un indicador que permite cuantificar el riesgo de incumplimiento de pago de la deuda externa de un país. Para calcularlo se compara el rendimiento de un título representativo de la deuda externa de un país con el de un título con características financieras similares, pero emitido por otro país considerado libre de riesgo (se consideran los títulos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos por considerarse los de menor riesgo en el mercado). La diferencia obtenida entre ambas tasas de rendimiento es la prima de riesgo.

Se puede apreciar en el gráfico 3 del anexo I que el riesgo país de Argentina, aunque manteniéndose siempre en niveles elevados, se encontraba disminuyendo fuertemente hasta alcanzar un mínimo de 342 puntos básicos en octubre de 2017, a partir de donde comienza una nueva escalada alcista, encontrándose a fines de agosto de 2018 en casi 800 puntos básicos.

También puede considerarse a los Credit Default Swap como un importante indicador del nivel de riesgo. Estos son instrumentos financieros que permiten cubrirse del riesgo de impago, sirviendo así como un seguro, y por lo tanto aumentan de valor mientras mayor sea la percepción de riesgo de impago. Se puede observar en el gráfico 4 del anexo I cómo, siguiendo un comportamiento muy similar al del riesgo país, la cotización de estos instrumentos fue reduciéndose hasta alcanzar un mínimo de 221 puntos básicos en enero de 2018, a partir de donde comenzó a subir casi ininterrumpidamente hasta alcanzar los 600 puntos básicos, casi triplicándose, hacia fines de agosto de 2018.



Según indica la Secretaría de Hacienda, dependiente de dicho Ministerio, en sus informes mensuales de Ingresos y Gastos del Sector Público No Financiero, la información suministrada se obtiene en base a los registros presupuestarios del Sector Público Nacional no Financiero, lo que posibilita esquematizar su ejecución bajo la cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento<sup>6</sup>. Asimismo, indican que “el universo de la consolidación del Sector Público Nacional no Financiero alcanza, por un lado, a la Administración Nacional integrada por la Administración Central, Organismos Descentralizados e Instituciones de la Seguridad Social (con las ex Cajas Previsionales Provinciales transferidas) y, por el otro, a los Fondos Fiduciarios del Sector Público Nacional, las Empresas y Sociedades del Sector Público Nacional y Otros Entes del Sector Público Nacional” (Informe Mensual de Ingresos y Gastos del Sector Público no Financiero, 2018).

En dichos informes, se aclaran además los principales componentes de los recursos y gastos presentados. Así, se distinguen entre los principales componentes de los recursos:

- Recursos Tributarios: Corresponde a los ingresos impositivos nacionales, netos de los correspondientes a la Coparticipación Federal a las provincias y a las Contribuciones de la Seguridad Social.
- Rentas de la Propiedad Netas: Corresponde a los registros de las rentas percibidas por la Administración Nacional de Seguridad Social a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) por pagos de intereses que provengan del Sector Privado y del Sector Público Financiero, y por otras rentas netas percibidas por el Sector Público

---

<sup>6</sup> La cuenta de Ahorro-Inversión-Financiamiento del Sector Público Nacional No Financiero es un resumen de información financiera consolidada sobre dicho sector, a partir del cual se pueden obtener sus resultados económico, operativo y financiero.



Nacional no Financiero. Se excluyen las originadas en operaciones de financiamiento Intra Sector Público y las rentas del BCRA.

- Otros Ingresos Corrientes: Corresponde a Transferencias Corrientes e Ingresos no Tributarios.

Por otro lado, también se distinguen entre los principales componentes del gasto corriente primario:

- Prestaciones Sociales: Corresponde a las erogaciones realizadas por jubilaciones y pensiones contributivas por los registros correspondientes a las jubilaciones y pensiones administradas por la ANSES, el pago de retiros y pensiones y beneficios jubilatorios de diversas fuerzas de seguridad nacional, el pago de las pasividades del Poder Judicial de la Nación, las Pensiones Honoríficas de Veteranos de Guerra del Atlántico Sur y la Pensión Universal para el Adulto Mayor (PUAM). También contempla las erogaciones por Asignaciones Familiares y las Transferencias Corrientes al Sector Privado por Pensiones no Contributivas (PNC) administradas por el Ministerio de Desarrollo Social, y las Prestaciones del INSSJyP (ex – PAMI). Cabe destacar que este apartado representa el agregado de mayor ponderación en la estructura del gasto total del Sector Público Nacional.
- Subsidios Económicos: Corresponde principalmente a los otorgados a “energía, combustibles y minería” y a “transporte”.
- Transferencias Corrientes a las Provincias: Corresponde a “servicios sociales” relacionados con Educación, Salud, Seguridad, Alimentaria y otras.



- Otros Gastos Corrientes: Corresponde a transferencias a Universidades Nacionales, al déficit operativo de Empresas Públicas neto de los subsidios económicos que perciben las empresas y a las erogaciones vinculadas con la ACUMAR, con los centros de investigación del INTI, del CONICET y la Asistencia Financiera a Agentes del Sector Salud de la Superintendencia de Seguros de salud, entre otros.

Para finalizar, por el lado de los gastos de capital, se contemplan los emprendimientos del propio Sector Público Nacional a través de la inversión real directa o a través de transferencias de capital al sector privado a cargo de emprendimientos públicos nacionales, de aquellas que resultan de transferencias a las jurisdicciones subnacionales para financiar gasto de capital. Estos gastos se encuentran relacionados con Energía, Combustibles y Minería, Transporte, Educación, Vivienda, Agua Potable y Alcantarillado, Ciencia y Tecnología y Salud.

En base a esta información y en el marco mencionado con anterioridad de fuerte crecimiento de la deuda pública a altas tasas de interés, cobra relevante importancia el elevado incremento en el pago de los intereses de la deuda. Es posible observar en el Gráfico 5 del Anexo I que la participación de los intereses de la deuda en el resultado financiero total fue del 26,1% para el año 2015 (79.166 millones de pesos) y del 27,6% para el año 2016 (131.260 millones de pesos), a partir de cuándo comienza a incrementarse resultando en 35,8% para el año 2017 (224.907 millones de pesos) y 61,7% para los primeros 7 meses de 2018 (193.463 millones de pesos hasta el mes de julio).

Se verifica que la reducción del déficit fiscal primario no resulta suficiente para compensar el aumento del déficit financiero producido por el aumento de los intereses de la deuda. Así, se



generan cada vez mayores pagos por intereses, los cuales superan los ahorros que se aplican en otros gastos, y en la medida que no disminuya la necesidad de financiamiento y continúe encareciéndose el mismo, como resultado se observarán mayores déficits.

Es importante también destacar que, según información de la Secretaría de Finanzas de la Nación, para el primer trimestre de 2018, el porcentaje de la deuda pública en moneda extranjera representó el 70,2% del total de deuda contraída<sup>7</sup>, por lo que, como se mencionó teóricamente con anterioridad, a medida que se deprecia la moneda, los intereses medidos en moneda local correspondientes a esta deuda varían también al alza, generándose un riesgo potencial a partir de las fuertes depreciaciones ocurridas durante 2017 y principalmente 2018<sup>8</sup>.

También es importante mencionar que el fuerte incremento mencionado en el peso de los intereses de la deuda sobre el déficit fiscal total implica una recomposición del gasto público total, incrementándose el porcentaje destinado al pago de intereses y disminuyendo el de los gastos destinados a los demás componentes del gasto primario. El resultado fundamental de esto es un mayor costo social, debido a que el déficit persiste, mientras que lo que se ve modificado es la asignación de dicho déficit desde los componentes del gasto mencionados hacia el pago de los intereses de la deuda, que en su mayor parte resulta de deuda externa (como se mencionó, para el

---

<sup>7</sup> En el Gráfico 6 del Anexo I se puede observar la composición de la deuda pública bruta por moneda y su evolución en el tiempo.

<sup>8</sup> En el gráfico 7 del anexo I se puede observar la fuerte depreciación del peso ocurrida en el período mencionado, registrándose una relación de 16 pesos por dólar en enero de 2017, para pasar a una de casi 40 pesos por dólar hacia fines de agosto de 2018.



primer trimestre de 2018, la deuda en moneda extranjera representa el 70,2% del total de deuda pública bruta).

En base a esto se pueden observar en el cuadro 1 del Anexo II las estimaciones realizadas por el Ministerio de Hacienda de la Nación, presentadas el 3 de septiembre de 2018 en Conferencia de Prensa y difundidas en la página de dicho ministerio a partir del documento “Acciones para Alcanzar el Equilibrio Fiscal” (2018). A partir de dichas estimaciones se puede apreciar un pago estimado de intereses durante 2019 de 608.887 millones de pesos, lo que resultaría en un incremento de 50% con respecto al año 2018 (406.548 millones de pesos). Este monto además resulta similar al presupuesto total destinado a Salarios y Universidades en 2019 (695.431 millones de pesos) y casi 4 veces lo destinado a Gastos de Capital en 2019 (160.202 millones de pesos). Así, los datos presentados por el Ministerio de Hacienda permiten observar como el incremento en el pago de intereses imposibilita otro tipo de gastos económicamente y socialmente necesarios.

Para finalizar, se puede mencionar que la Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública (ASAP), en sus Informes de Ejecución Presupuestaria de la Administración Pública Nacional también resalta algunos de los aspectos mencionados en este trabajo. Si bien su análisis se realiza bajo metodologías diferentes<sup>9</sup>, ambos trabajos resaltan el fuerte incremento en el pago de intereses de la deuda y en su afectación directa al déficit financiero.

---

<sup>9</sup> La información que presentan mensualmente resulta complementaria a la publicada por la Secretaría de Hacienda, pero no resultan directamente comparables debido a que: la Secretaría de Hacienda analiza al Sector Público No Financiero y la ASAP a la Administración Pública Nacional, La Secretaría de Hacienda utiliza el esquema de base caja y la ASAP utiliza el de base devengado y la Secretaría de Hacienda realiza diversos ajustes a los ingresos y los gastos que no son realizados por la ASAP, ya que esta última se rige bajo los lineamientos internacionales comúnmente aceptados.



La ASAP resalta que “los intereses de la deuda pública ascendieron en los primeros siete meses del año a \$255.614 millones, con una suba del orden del 65,4% interanual, constituyéndose en el segundo rubro en importancia luego de las Prestaciones a la Seguridad Social” y que “al finalizar el mes de julio la ejecución presupuestaria acumulada de la Administración Nacional arrojó un resultado financiero deficitario de \$310.651 millones, un 21,7% superior con respecto al resultado obtenido en igual período de 2017” (Informe de Ejecución Presupuestaria de la Administración Pública Nacional de julio 2018).

En resumen, a pesar de las diferencias metodológicas aplicadas por quien analice los resultados fiscales primario y financiero se puede observar con preocupación que el resultado financiero de la Administración Pública Nacional avanza como producto del incremento en el pago de intereses de la deuda, aun cuando el déficit primario se reduzca para el mismo período analizado, o como se dijo con anterioridad, aun cuando se obtengan superávits primarios, tal como ocurrió en Argentina en la década de 1980, en Brasil a principios del corriente siglo o tal como se proyecta para Argentina a partir de 2020.

Resulta imperioso hacer un llamado de atención sobre esto en busca de realizar una correcta medición del déficit, aspecto sin el cual se problematiza enormemente trabajar en la eliminación de los factores de inestabilidad de la economía Argentina.





## Conclusiones

La principal conclusión que es posible extraer del presente trabajo es que en una economía como la Argentina: subdesarrollada, altamente deficitaria, dependiente del endeudamiento externo y con altas tasas de interés, no resulta adecuado basarse en la medición del déficit fiscal primario por no contemplar el pago de intereses de la deuda, factor que resulta sumamente importante dadas las características del país. Se considera más acertado, por ello y por las particularidades presentadas a lo largo del trabajo, el análisis del déficit financiero.

En otro tipo de economías, con menores déficits y con menores tasas de interés, se podría utilizar el déficit fiscal primario como una aproximación del déficit fiscal total.

Como se afirmó con anterioridad, urge realizar una adecuada medición del déficit fiscal debido a que, de realizarse una incorrecta e incompleta medición de este podrían generarse efectos nocivos sobre la implementación de la política económica.





## Bibliografía

- Acciones para Alcanzar el Equilibrio Fiscal / The Path to Fiscal Balance (3 de septiembre de 2018);  
Secretaría de Hacienda, Ministerio de Hacienda, Buenos Aires.
- Arce, M. D. (1993). Measurement of Fiscal Performance in Inflated Economies, en *Journal of Economic Development*, VOL. 18, N° 2.
- Bekerman, M. (1988). Ajuste Externo y Déficit Fiscal: Una Visión del Caso Argentino, CONICET y Facultad de Ciencias Económicas (UBA), Buenos Aires.
- Blejer, M. I. y Cheasty, A. (1991). The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues, en *Journal of Economic Literature*, VOL. 29, N° 4, pp. 1644-1678, American Economic Association.
- Buchanan, J. M. y Wagner R. (1977). *Democracy in Deficit, The Political Legacy of Lord Keynes*, Liberty Fund, Inc., Estados Unidos.
- Bulacio, J. M. y Ferullo, H. D. (2001). *El Déficit Fiscal en Argentina y sus Consecuencias Macroeconómicas*, Universidad Nacional de Tucumán, Tucumán.
- Carciofi, R. (1990). Conflicto Distributivo Y Déficit Fiscal: Un Comentario, en *Desarrollo Económico*, VOL. 30, N° 119, Instituto de Desarrollo Económico y Social, Buenos Aires.
- Coatz, D. y Scheteingart, D. (2015). ¿Que Modelo de Desarrollo para la Argentina? en *Boletín N° 349*, pp. 49-88, Boletín Informativo Techint, Buenos Aires.
- Heymann, D. y Navajas, F. (1989). Conflicto Distributivo y Déficit Fiscal. Notas Sobre La Experiencia Argentina, 1970-1987, en *Desarrollo Económico*, VOL. 29, N° 115, Instituto de Desarrollo Económico y Social, Buenos Aires.
- Heymann, D., Navajas, F. y Warnes, I. (1991). Conflicto Distributivo y Déficit Fiscal Algunos Juegos Inflacionarios, en *El Trimestre Económico*, VOL. 58, N° 229(1), pp. 101-137, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.



Informes Mensuales de Ingresos y Gastos del Sector Público Nacional No Financiero (2017 y 2018); Secretaría de Hacienda, Ministerio de Hacienda, Buenos Aires.

Informes de Ejecución Presupuestaria de la Administración Pública Nacional (2015, 2016, 2017 y 2018); Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública, Buenos Aires.

Izquierdo, J. A., (1989), Fuentes del Financiamiento del Déficit Fiscal y Base Monetaria en Argentina, Universidad de San Andrés, Buenos Aires.

Jackson, J. K. (2011). Limiting Central Government Budget Deficits: International Experiences, Congressional Research Service.

Kiguel, M. A. (1986). Déficit Fiscal e Inflación, en Desarrollo Económico, VOL. 26, N° 102, Instituto de Desarrollo Económico y Social, Buenos Aires.

Kouassy, O. y Bohoun, B. (1993). The Determinants of Fiscal Deficit and Fiscal Adjustment In Cote D'ivoire, African Economic Research Consortium.

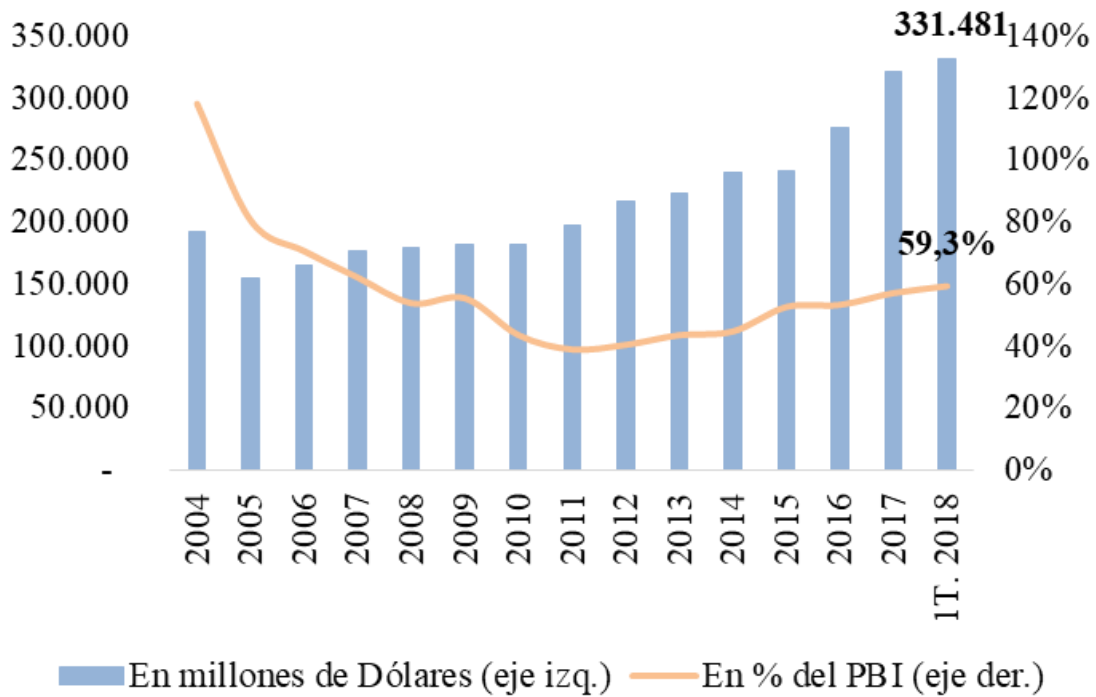
Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional de Argentina.

Sargent, T. J. y Wallace N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, en Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis.



## Anexo I – Gráficos

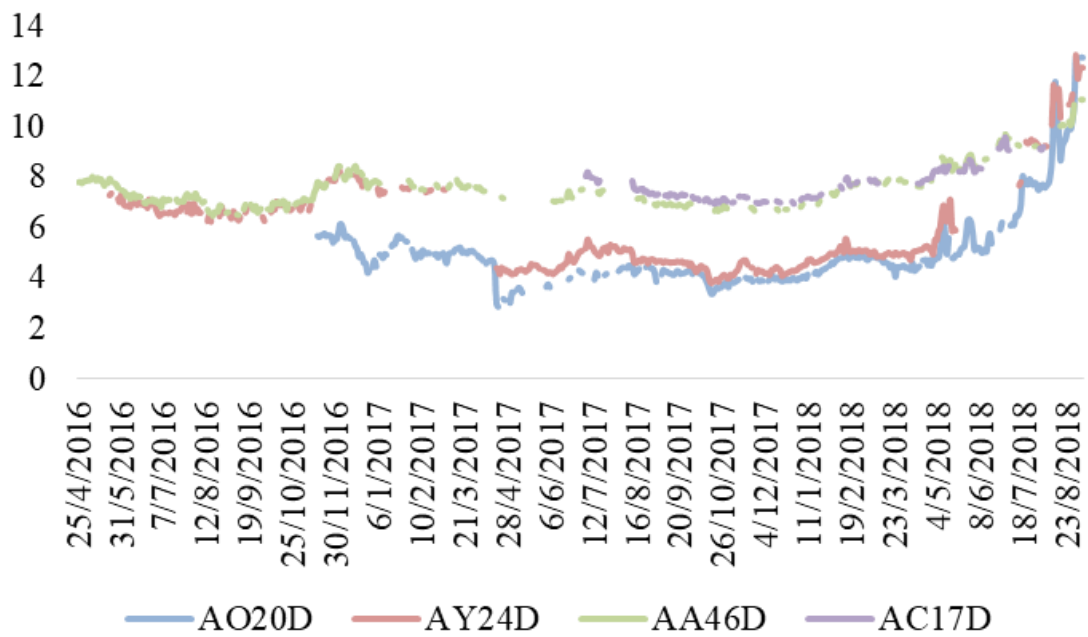
**Gráfico 1. Evolución de la Deuda Pública Bruta**



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de la Secretaría de Finanzas de la Nación



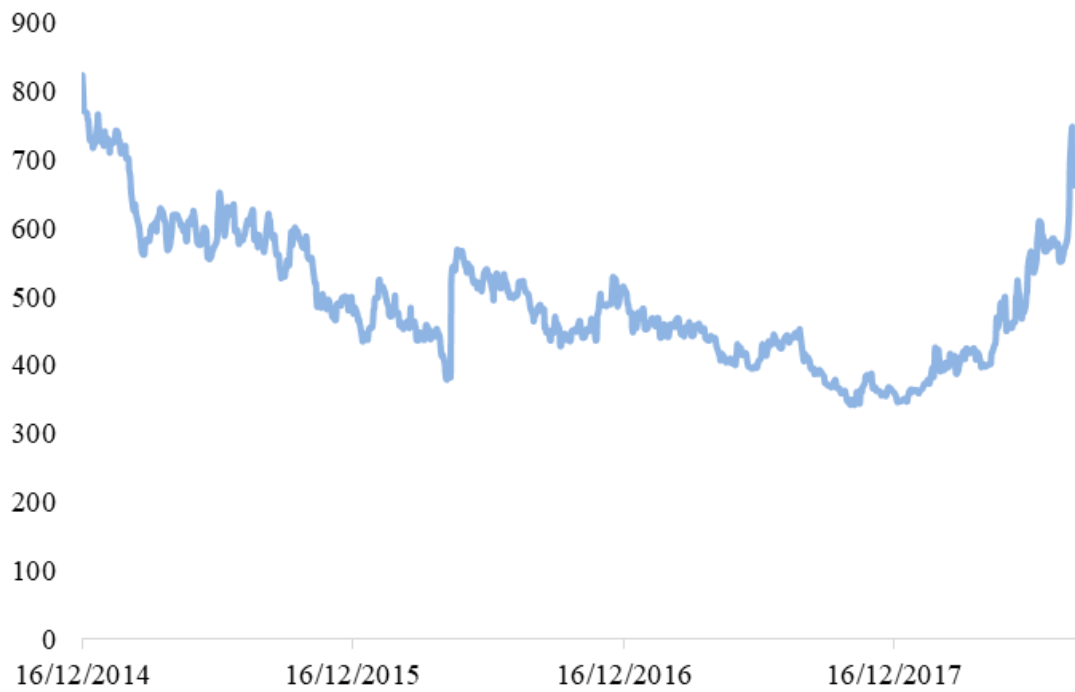
**Gráfico 2. Evolución de Rendimientos de Títulos Públicos de Corto, Mediano y Largo Plazo**



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Mercado Abierto Electrónico



**Gráfico 3. Evolución del Riesgo País**



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de *Ámbito Financiero* sobre datos de JP Morgan



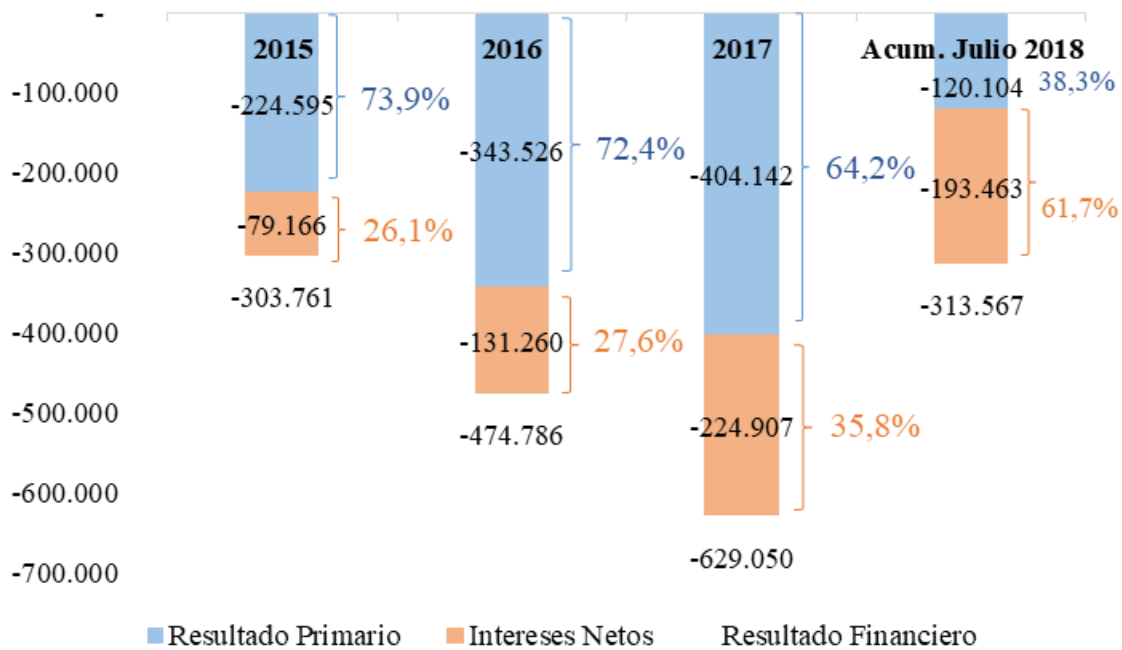
**Gráfico 4. Evolución Credit Default Swaps - Argentina**



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Bloomberg



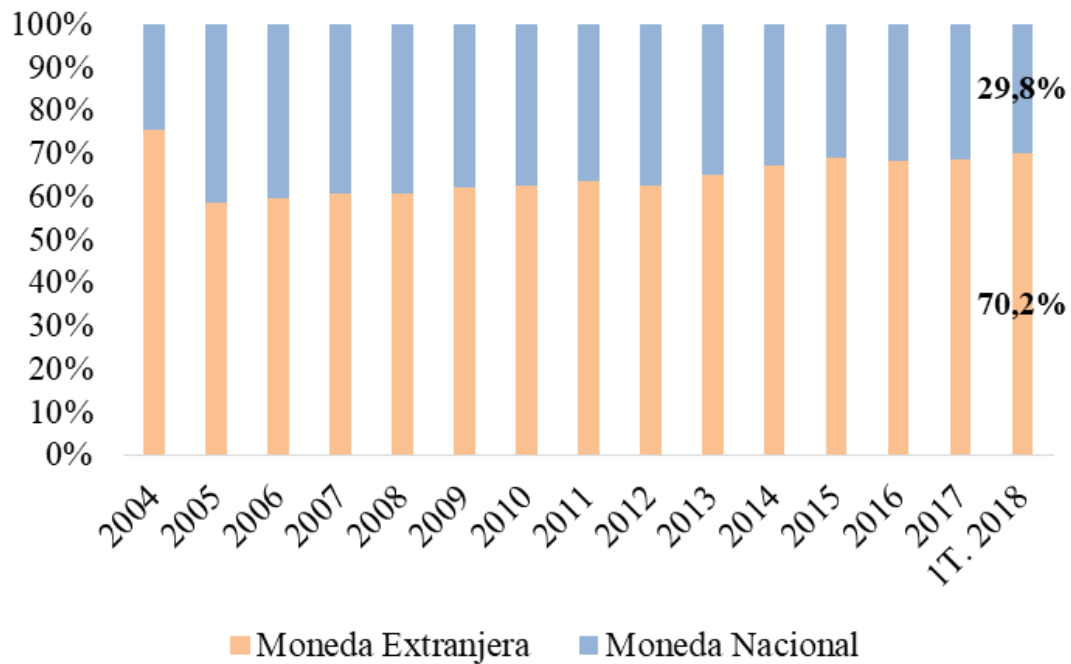
**Gráfico 5. Resultado Fiscal 2015 - 2018**



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de la Oficina Nacional de Presupuesto de la Secretaría de Hacienda de la Nación



**Gráfico 6. Deuda Pública Bruta por Moneda**

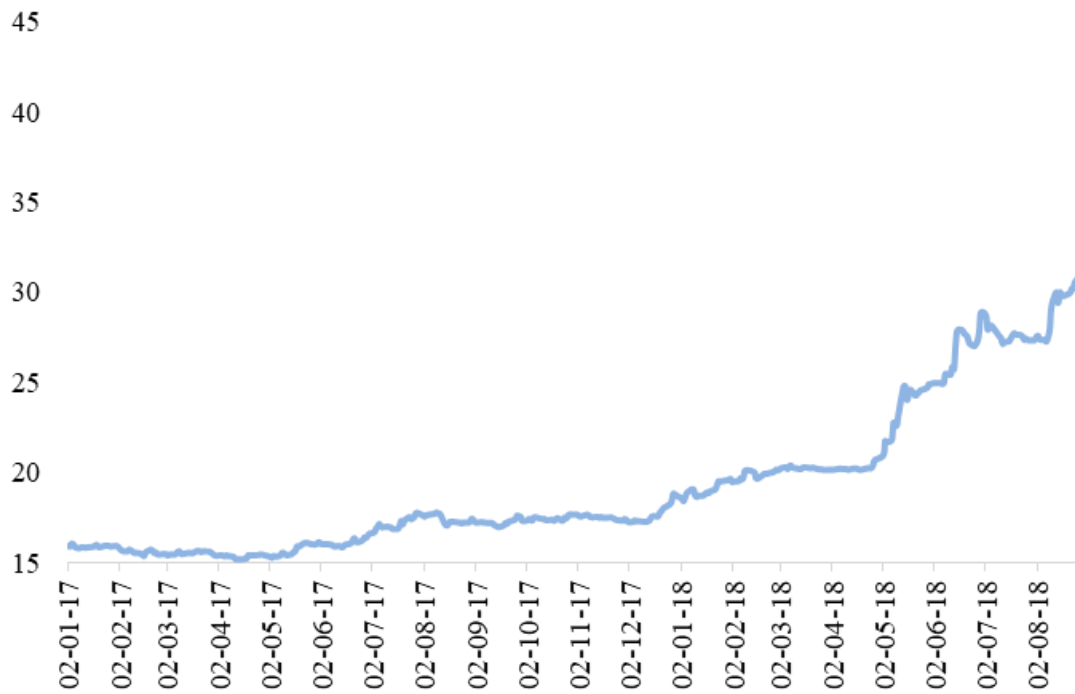


Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de la Secretaría de Finanzas de la Nación





**Gráfico 7. Evolución del Dólar Mayorista**



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Banco Central de la República Argentina



## Anexo II - Cuadros

**Cuadro 1. Ingresos, Gastos y Resultados Estimados para 2019**

	Millones de \$	% PBI
<b>Ingresos</b>	<b>3.752.172</b>	<b>20,4%</b>
Tributarios	3.371.686	18,3%
Otros ingresos	380.486	2,1%
<b>Gasto Primario</b>	<b>3.752.172</b>	<b>20,4%</b>
Prestaciones sociales	2.294.336	12,5%
Salarios y Universidades	695.431	3,8%
Subsidios económicos	312.391	1,7%
Gastos de funcionamiento	117.471	0,6%
Otros gastos corrientes	172.340	0,9%
Gasto de Capital	160.202	0,9%
<b>Resultado Primario</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>
Intereses	608.887	3,3%
<b>Resultado Financiero</b>	<b>- 608.887</b>	<b>-3,3%</b>