



Serie Análisis de Coyuntura – N° 20

**Excedente fiscal, deuda
financiera y deuda social**

Rubén M. Lo Vuolo

Fernando Seppi

Agosto 2009



Abstract

El superávit fiscal se reconoce como uno de los pilares esenciales del régimen macroeconómico que sustenta el crecimiento argentino de la post-convertibilidad. El análisis convencional considera que el nivel del superávit fiscal es clave para dar señales positivas a los mercados financieros sobre la capacidad autónoma del Estado para pagar los compromisos de la deuda pública y, al mismo tiempo, para permitir la acumulación de activos financieros y consolidar su capacidad patrimonial para cumplir con sus diversas funciones y responsabilidades. Estos dos elementos suelen señalarse como condición necesaria para controlar la evolución de la deuda pública financiera. Sin embargo, este modo de observación de la capacidad de pago del Estado y del papel que juega en el funcionamiento del sistema económico es limitado. En primer lugar, porque en Argentina los registros contables de las cuentas fiscales no establecen una relación clara entre las operaciones de flujos de ingresos y gastos del gobierno y los correspondientes movimientos de activos y pasivos. En segundo lugar, porque relega el análisis de las fuentes de financiamiento del superávit fiscal, como así también del modo en que el Estado administra las posiciones de liquidez en tiempo y forma para hacer frente a sus compromisos. En este trabajo planteamos la necesidad de cambiar el enfoque de modo tal que el análisis de la consistencia macroeconómica de la política pública observe la trilogía que vincula de modo dinámico el resultado fiscal-financiero, los activos financieros y la deuda pública. Este enfoque permite razonar acerca de las relaciones que se establecen entre el pago de la "deuda financiera" (pasivos con acreedores financieros por los títulos de deuda financiera que poseen) y el pago de la "deuda social" (pasivos con la ciudadanía por los títulos de derecho social que poseen). En otras palabras, permite observar el tipo de "ajuste" del sistema social de pagos que se deriva de los modos en que se genera el superávit fiscal y se capta la liquidez para las operaciones de política pública. El método utilizado es el análisis de la Cuenta de Ahorro, Inversión y Financiamiento, identificando las transferencias y las relaciones patrimoniales entre jurisdicciones cuya existencia se justifica por diferentes funciones dentro del sistema de políticas públicas.

The fiscal surplus is recognized as one of the fundamental pillars of the macroeconomic regime that sustains Argentine post-convertibility economic growth. The conventional analysis considers that the size of the fiscal surplus is a key signalling mechanism for financial markets about the State's capacity to pay debt service commitments. At the same time, the fiscal surplus allows the accumulation of the financial assets required to consolidate the State's capacity to meet multiple other state duties. These two elements are often noted as conditions to manage and control the evolution of the public debt. Nevertheless, this is a narrow and restricted way of analyzing the State's payment capacity and the role that it plays in performance of the economic system. On the one hand, that type of analysis ignores that in Argentina fiscal account records (revenues and public spending) do not provide a clear link to the corresponding movements of assets and liabilities. On the other, it leaves out the analysis of the sources to finance such fiscal surplus, as well as the means through which the State manages the liquidity positions in time to meet its commitments. This paper stresses on the need to change the approach of analysis, in such a way as to include in the analysis of the macroeconomic consistency of public policy the trilogy that links the fiscal and financial results, the financial assets and liabilities and the public debt. This approach acknowledges the need to observe the relationship established between the payment of the "financial debt" —that is the liabilities with the financial creditors holding bonds— and the payment of the "social debt"—meaning the liabilities with the citizenship holding rights. In other words, this approach looks at the type of "adjustment" made in the social system as a result of the way in which the fiscal surplus is generated and liquidity is captured to pay different types of debts. The methodology used is the analysis of the Saving, Investment and Financing Account, identifying the transfers and the patrimonial relations between jurisdictions whose existence is justified by different functions within the public policy system.



Excedente fiscal, deuda financiera y deuda social

Rubén M. Lo Vuolo y Fernando Seppi¹

1. Introducción

El superávit fiscal se reconoce como uno de los pilares esenciales del régimen macroeconómico que sustenta el crecimiento argentino de la post-convertibilidad. El superávit fiscal, junto con el superávit comercial y el tipo de cambio competitivo, constituyen el trípode sobre el cual se asienta la consistencia macroeconómica conforme a la visión oficialista acerca del funcionamiento actual de la macroeconomía argentina.

Uno de los fundamentos para resaltar este papel clave del superávit fiscal es que el mismo es imprescindible para atender las necesidades del endeudamiento sin recurrir al ahorro externo. Este tipo de argumento privilegia el análisis de la capacidad de pago del Estado en base a dos indicadores: i) el nivel de superávit fiscal primario (SFP) y ii) el cociente del nivel de la deuda pública en relación con el PBI²

Este modo de observación de la capacidad de pago del Estado y del papel que juega en el funcionamiento del sistema económico es limitado. En primer lugar, porque los registros contables que no establecen una relación clara entre la evolución de las cuentas fiscales y la evolución de la deuda; esto es, entre las operaciones de flujos de ingresos y gastos del gobierno y los correspondientes movimientos de activos y pasivos³. En segundo lugar, porque relega a un lugar secundario el análisis de las fuentes de financiamiento del superávit fiscal, como así también el modo en que el Estado administra los activos financieros para garantizar liquidez en tiempo y forma para hacer frente a sus compromisos.

Esta no es una cuestión meramente técnica y administrativa, sino que se vincula directamente con la observación del modo en que el Estado actúa en los procesos de distribución y acumulación a lo largo del tiempo. La conciliación de los registros de los flujos y de los stocks de la actividad pública es una exigencia para la adecuada comprensión del modo en la apropiación y uso de recursos por parte

¹ Investigadores Principal y Adjunto, respectivamente, del Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas (Ciepp).

² En general, y pese a la ausencia de evidencia al respecto, se acepta que el control de esta relación debería permitir que la economía opere con tasas de interés más bajas, abaratando el refinanciamiento de la deuda, favoreciendo la inversión y de allí el crecimiento del PBI.

³ Ver Lo Vuolo y Seppi, 2008.



del Estado argentino afecta el funcionamiento del sistema económico. Por ejemplo, la deuda es tanto una fuente de financiamiento de la actividad pública como un pasivo que compromete ajustes en toda la estructura de actividades del Estado y la observación se acota al ver la relación entre vencimientos y resultado fiscal, o al ponderar su peso sobre el PBI, y se soslaya el problema del impacto que tiene la captación de esos fondos sobre otras políticas públicas. En síntesis, qué tipo de “ajuste” del sistema social de pagos surge como resultado de la generación de ese superávit⁴.

Por ejemplo, no es indistinto saber qué reparticiones son superavitarias y/o deficitarias en la composición del superávit fiscal utilizado como fuente de pago de la deuda, entre otras cosas porque cada institución dentro del sistema administrativo público tiene una función específica que justifica su existencia. También interesa clarificar en qué tipo de activos financieros se colocan los fondos excedentes para garantizar la liquidez necesaria para el pago en tiempo y forma de los pasivos financieros. A partir de este modo de observación, **la trilogía que interesa para analizar la consistencia macroeconómica es la que vincula de modo dinámico el resultado fiscal-financiero, los activos financieros y la deuda pública.**

Esta observación permite enriquecer la que se concentra sólo en el nivel del superávit fiscal y el nivel de la relación deuda/PBI. Entre otras cosas, permite razonar acerca de la contraposición que existiría entre el pago de la “deuda financiera” (pasivos con acreedores financieros por los títulos de deuda financiera que poseen) y el pago de la “deuda social” (pasivos con la ciudadanía por los títulos de derecho social que poseen).

2. La liquidez como requisito para el pago de la deuda

El análisis convencional considera que el nivel del resultado fiscal es clave para dar una señal a los mercados financieros de la capacidad autónoma de pagar los compromisos de la deuda y, al mismo tiempo, para permitir que el sector público acumule los activos financieros necesarios para consolidar su situación patrimonial y para cumplir con sus actividades. Estos son los elementos que se señalan como condición para controlar la evolución de la deuda pública financiera en tanto atienden a la capacidad de pago y a la solidez patrimonial del Estado nacional. Teniendo en cuenta el nivel del SFP y la razón deuda/PBI, proyectando las probables trayectorias del resultado fiscal, la tasa de interés real, la producción agregada y la deuda pública para estimar una “brecha” potencial de financiamiento y las posibles “respuestas” que debería implementar cualquier Estado para cubrirla⁵.

⁴ La función del sistema social de pagos es la de saldar los créditos y deudas recíprocos entre la ciudadanía. En este caso, recíprocos significa que, en las obligaciones mutuas que la ciudadanía establece por medio de ese sistema social de pagos, no hay explotación o dominación de unos sobre otros. El Estado es quien tiene la potestad y la responsabilidad de garantizar esa reciprocidad.

⁵ Ver Blanchard (1990).



La deuda pública aparece así como una variable “exógena”, cuya evolución queda determinada por el resultado fiscal “endógeno”, lo cual lleva a concluir que el problema de su pago es principalmente de la economía “real” porque de allí extraería el fisco los recursos para atender el pago y estabilizar un ratio razonable⁶. Sin embargo, esto es contradictorio con la observación de elevados niveles de la relación deuda/PBI de los países más desarrollados que en muchos casos se combinan con déficit fiscales continuados, lo cual ha vuelto a hacerse visible como resultado de la crisis económica desatada desde el año 2008. Es que las obligaciones de pago de la deuda no son porciones del PBI sino compromisos en moneda, por lo cual lo que se necesita es el acceso a fondos líquidos en los momentos del vencimiento. En otras palabras, y como también lo indica la historia económica de las crisis financieras argentinas, las restricciones en el financiamiento son las que impactan en la dimensión real de la economía y no al revés.

Esto no es ignorado por el pensamiento convencional en la medida en que ha ido matizando su análisis de la solvencia fiscal en relación con la deuda mediante la incorporación de la llamada “dimensión financiera”. Con este término se alude más bien al papel de los mercados financieros como “evaluadores” de la capacidad de pago de la deuda, expresada en la cotización de los títulos y en la mayor o menor disponibilidad para financiar emisiones⁷. En otras palabras, en el pensamiento convencional la dimensión financiera alude a la voluntad del “mercado” (eufemismo para designar a los operadores financieros relevantes) para proveer financiamiento, lo cual es un factor relevante para la determinación del costo y la renovación [rolling over] de la deuda⁸.

Este modo de observación ha dado lugar a una serie de trabajos dedicados a ponderar las causas del elevado costo del financiamiento para algunos países, sugiriendo variados elementos: un pasado de políticas expansionistas, el incumplimiento de los contratos, la fragilidad del ajuste fiscal, la ausencia de instituciones adecuadas y confiables, etc. Algunos llegan a señalar que ciertos Estados tendrían algo así como un ADN de insolvencia⁹. La conclusión de estos trabajos es que, dada la combinación de estas malformaciones de algunos Estados con las características del funcionamiento de los mercados financieros, las llamadas economías emergentes están obligadas a dar “señales” adecuadas para obtener financiamiento para sus emisiones de deuda pública¹⁰. Entre otras señales se destaca, “*la generación sistemática de superávit primarios, de mecanismos de autoseguro (como los fondos de estabilización o los esquemas de prepago de deuda durante las fases de auge o de reducción de las tasas de interés), y de mejoramiento de las condiciones de financiamiento parece ser*

⁶ Por ejemplo, “*GDP growth allows for more fiscal resources and thus increases sustainability as does a lower debt ratio (as a percentage of GDP or as a percentage of reserves) and a higher fiscal surplus*” (Sturzenegger, 2004).

⁷ Ver Martner et al (2004), Croce E (2001) y Sturzenegger (2004).

⁸ Ver FMI, 2002.

⁹ Ver Reinhart C., K. S. Rogoff y M. A. Savastano (2003) y Reinhart C. y K. S. Rogoff (2004). Para una lectura crítica sobre esta perspectiva ver Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005).

¹⁰ Frenkel (2005)



el único camino hacia un mayor grado de sostenibilidad de la deuda pública”¹¹. Desde esta óptica, si la deuda pública de un Estado continúa creciendo es sencillamente porque los superávits fiscales no han sido suficientemente elevados o porque los Estados no son confiables para los mercados financieros.

Estos razonamientos soslayan el análisis de la propia estructura de financiamiento de la deuda y el modo en que la obtención del superávit primario afecta el sistema económico y social¹². La observación de la estructura de la deuda en relación con las necesidades de financiamiento reconoce como antecedentes diversos trabajos que recuperan el pensamiento de Keynes, especialmente en relación al modo en que se incorpora la moneda como medio de financiamiento de la economía capitalista¹³. Dado que en las economías capitalistas, los contratos se institucionalizan en términos monetarios, la moneda es tanto un medio que agiliza su cumplimiento como una forma de cobertura ante la incertidumbre propia de los ciclos económicos y de las variables que definen el cálculo económico¹⁴. Como enseña Keynes, la llamada “preferencia por la liquidez” es un modo de protegerse frente a eventualidades, por lo que el modo de administración del “activo moneda” es una parte esencial de las decisiones de gasto y de la demanda; y por tanto del nivel de actividad.¹⁵

La incertidumbre es clave para decidir sobre la estructura financiera de una unidad económica, esto es sobre los criterios considerados para decidir qué activo poseer y qué pasivos tomar para poseer esos activos. “En un sistema donde los pasivos financieros son los que dominan, dan lugar a compromisos de flujos de efectivo. Esto hace que la moneda se transforma en un bien seguro para cumplir con esos compromisos”¹⁶. Desde este modo de observación, la solvencia de un deudor está determinada no tanto por el peso de la deuda sobre su capacidad de generar riqueza, sino por su acceso a la liquidez en relación con sus compromisos financieros. En otras palabras, el problema del financiamiento de la deuda no es tanto un problema de la economía real sino fundamentalmente un problema financiero¹⁷. Para comprender los problemas de financiamiento de las deudas hay que observar la estructura de financiamiento (las fuentes de financiamiento y los usos del financiamiento).

¹¹ Martner et al (2004). En gran medida esto dependería de la oportuna colaboración de las Instituciones de Financiamiento Internacional (IFI).

¹² En Lo Vuolo y Seppi (2008) ya señalamos los inconvenientes generados por la falta de consideración de la estructura financiera resultante de las operaciones del canje de la deuda en *default* (ajustes de capital, estructura de tasa de interés, rentabilidades vinculadas a la evolución del PBI y del nivel de precios, etc.)

¹³ Ver por ejemplo Minsky (1987 y 1982), Ocampo, J. (1988), Carvalho (2005, 2008a, 2008b).

¹⁴ Ver Hermann, 2006.

¹⁵ En este entorno, los agentes por prevención pueden buscar “seguridad” al canjear su riqueza en “factores de producción” por el “activo moneda”. El incremento de las preferencias por la liquidez sobre las decisiones que toman los agentes resultará en una menor demanda de empleo de los recursos y por tanto del nivel de actividad, como consecuencia del papel que juega el “principio de la demanda efectiva” tal como Keynes lo denominó. Bajo este contexto adquiere un papel central la mediación del Estado en la reversión de las expectativas y el ciclo económico, que tiene como uno de sus objetivos más relevante procurar la plena utilización de la capacidad productiva vigente. Ver Lo Vuolo (2009), especialmente Capítulo 2.

¹⁶ Minsky (1987).

¹⁷ Lo cual es consistente con la visión keynesiana del ciclo económico, donde la institucionalización de las relaciones monetarias y financieras adquiere un papel central en la propia acumulación del capital. Ver Leijonhufvud (1976) y Minsky (1987).



Esto significa que la fragilidad en el financiamiento se deriva del elevado costo de su obtención, de la insuficiencia del mismo (poca amplitud y profundidad) y de la mala asignación de fondos para sostener los pagos futuros.

Este razonamiento, válido para los agentes privados, también ilumina los problemas del Estado. En ese sentido, es notable como se ha soslayado el siguiente tema sobre la deuda financiera del Estado argentino: la estructura de financiamiento de la deuda genera conflictos al interior de las distintas actividades del Estado responsable de su pago. En particular, la elección de determinadas fuentes de financiamiento y de aplicación de fondos afecta el funcionamiento de las propias instituciones del Estado que se adaptan a esas elecciones. Esto se observa especialmente en el siguiente hecho: pese a no tener la responsabilidad del pago de la deuda financiera, las instituciones encargadas del pago de la llamada “deuda social” ven alterado su funcionamiento y por lo tanto la capacidad de atender el pago de la deuda que tiene el Estado con los ciudadanos por los derechos que debe garantizar conforme a su propia constitución.

En consecuencia, la capacidad del Estado para sostener los excedentes financieros depende en gran medida de la dinámica productiva y social, donde adquiere especial relevancia la capacidad del Estado para movilizar el “activo moneda” desde ciertos sectores a otros. Por tanto es muy limitado el análisis convencional que supone una aparente “neutralidad” en la forma en que se acumulan y disponen los ahorros o superávit del Estado en el tiempo.

3. Registros del Resultado fiscal

Para abordar este problema, es necesario realizar una digresión acerca de los modos en que se registra el resultado fiscal en las cuentas públicas. Este resultado se registra separando mediante una “línea” (lo) las que se consideran dos tipos diferentes de acciones que llevan a ese resultado. En la parte superior se registra lo que se considera como las “causas” (déficit, superávit); en tanto que en la inferior, lo que se considera como las fuentes (usos) para el financiamiento de ese resultado. Por ejemplo, si en la parte superior se registran las causas que arrojan un déficit, abajo se asientan las fuentes de financiamiento de ese déficit. Por lo mismo, si arriba se registra el superávit, abajo se muestran los usos dados a los fondos excedentes de ese superávit.

Lo habitual es referirse a los registros que están por “encima” de la línea, argumentando que así se observa la capacidad del Estado para afrontar sus obligaciones “operativas”. El llamado Resultado Primario (RP) que resulta de los registros sobre la línea permite visualizar de modo inmediato la capacidad de atender el pago de los servicios de la deuda.

Sin embargo, hay otros indicadores que ofrecen mayor información que el RP. Por ejemplo, el Resultado Financiero (RF) o Resultado Fiscal Global, que resulta de incorporar al RP los intereses



pagados, es un indicador que utiliza la técnica convencional para aproximar de modo más acertado la posibilidad del Estado de reducir o no la deuda en tanto informa sobre su capacidad para atender el pago de amortizaciones. El RF se considera un indicador de las Necesidades de Financiamiento del Sector Público y además permite distinguir entre activos financieros¹⁸ adquiridos por el Estado en apoyo a sus “políticas públicas” y aquellos activos financieros adquiridos para la “gestión de liquidez”. En otras palabras, permite diferenciar los activos financieros conforme al objetivo que se persigue con su adquisición¹⁹.

Así, ciertos activos financieros en poder del Estado tienen como objetivo el fomento de actividades socioeconómicas (incluso privadas) mediante préstamos, participación en el propio capital, etc.²⁰. Estas actividades, que se han incrementado en los últimos años, son típicas de la ejecución de política pública y suelen incorporar componentes de subsidio. Las mismas no se registran como activos financieros por debajo de la línea, sino aparecen como “Gastos de Capital” en los registros por encima de la línea. En contraste, los activos financieros orientados a la gestión de liquidez buscan otro objetivo: asegurar la disponibilidad en tiempo y forma de los activos financieros necesarios para cubrir vencimientos y la búsqueda de la mejor tasa de rendimiento posible para los mismos. Como esta gestión de liquidez persigue un objetivo diferente al de las actividades de política pública, no es considerada al momento de evaluar los resultados de los flujos de ingresos y egresos de la actividad fiscal.

Este modo de registrar los movimientos y resultados fiscales abre espacio para variados manejos de lo que se ha denominado “contabilidad creativa”. Esto es, el registro de operaciones con el fin de alterar el resultado fiscal de corto plazo y dar así la imagen de una mayor solvencia y eficiencia de la política fiscal. Dos ejemplos ilustran el tema. El primero fue la imputación como ingreso del ejercicio corriente de los fondos obtenidos por venta de gran parte del patrimonio público que comenzó durante los gobiernos de Carlos Menem. Otros ejemplos son el registro de diferentes componentes relacionados al costo de la deuda pública a partir de la post-Convertibilidad²¹ y las transferencias resultantes de los cambios recientes en el sistema de previsión social. En parte, este modo de registrar

¹⁸ Las transacciones financieras son aquellas que modifican las tenencias de activos y pasivos financieros de un gobierno. Los activos financieros son principalmente derechos frente a otras unidades institucionales y por lo tanto tienen pasivos de contrapartida.

¹⁹ Otro indicador relevante es la Variación Patrimonial Neta (VPN). Este concepto involucra la reclasificación bajo la línea de transacciones que, pese a tener un correlato de caja, corresponden a transacciones de activos y pasivos diferentes de Deuda. Esto implica considerar entre las partidas de financiamiento –bajo la línea- a las ventas de activos físicos o financieros y la colocación y recuperación de préstamos, entre otros. En otras palabras, mientras el balance fiscal estimado como NF da cuenta de una preocupación con las restricciones que colocan a las finanzas públicas las posibilidades de endeudamiento de corto plazo, en el caso del déficit medido como VPN, la preocupación es respecto a la restricción presupuestaria inter-temporal, esto es, la posibilidad del Sector Público de financiarse a través del tiempo.

²⁰ Por ejemplo, una entidad estatal podría facilitar el acceso a líneas de financiamiento, más ventajosas que las que ofrece el mercado, a un determinado sector económico, entre otras.

²¹ Ver Lo Vuolo y Seppi (2008).



las operaciones fiscales es posible porque en el esquema presupuestario de la Argentina se privilegia el registro de los flujos en desmedro de los impactos patrimoniales.

Como indicamos en otro trabajo, un ejemplo es el registro de los intereses de la deuda pública por los pagos efectivamente exigibles en lugar de hacerlo al momento en que son devengados conforme a los contratos que institucionalizan la operación²². De aquí puede comprenderse la importancia de distinguir entre el registro de las operaciones fiscales conforme al criterio de Base Caja y conforme al criterio de Base Devengado. Esta distinción no es sólo de “oportunidad” de registro sino que ambos métodos responden a dos conceptos distintos sobre lo que se considera un fenómeno económico.

El criterio Base Caja supone que lo predominante para el análisis económico son los flujos de efectivo, por lo cual los registros tienen en cuenta los movimientos de los fondos líquidos en lugar de considerar los movimientos de recursos en un sentido amplio; esto es, incluyendo no sólo a los ingresos corrientes y de capital sino también a la disminución de activos (financieros y no financieros) y el aumento de pasivos. Al concentrarse sólo en las posibilidades y restricciones para conseguir dinero, independientemente del origen del mismo, el criterio Base Caja limita mucho el análisis de la sustentabilidad de una política fiscal en el tiempo porque no pondera el modo en que los flujos de hoy afectan el patrimonio y los flujos futuros.

En contraste, y en términos generales, la contabilidad bajo el criterio Base Devengado registra un flujo cuando la unidad fiscal recibe o proporciona el beneficio económico vinculado a un evento, o cuando es probable que la unidad reciba o proporcione un beneficio futuro y se puede medir con precisión el valor monetario del evento. Así, hace coincidir el momento de registro con el momento en que los flujos impactan en el sistema económico y permite la integración de los flujos con las variaciones en el stock. En breve, con registro Base Caja la única contrapartida es el movimiento de efectivo, mientras que con el registro Base Devengado la contrapartida es la variación de activos y pasivos²³.

Teniendo en cuenta estas acotaciones, en lo que sigue nos detenemos a observar la actividad fiscal del Estado Nacional argentino en base a la Cuenta de Ahorro-Inversión-Financiamiento (CAIF) y su subdivisión en los dos componentes separados por la “línea”. Arriba, los que se corresponderían al campo de la política pública en un sentido estricto, esto es producto de decisión autónoma del Estado; supuestamente, se trata de decisiones endógenas del propio Estado solo limitadas por la normativa jurídica que lo regula²⁴ y de donde se definen el RP y el RF. Abajo, los que reflejan las actividades que

²² Ver Lo Vuolo y Seppi (2008).

²³ La tendencia internacional es a transformar la contabilidad presupuestaria desde Base Caja a Base Devengado. Un claro ejemplo de ello es la recepción que ha tenido a partir de la última versión del manual de estadísticas fiscales que produce el FMI, entre otros.

²⁴ Las Heras (2004).



resultan de una negociación con terceros y que se expresan en la estructura de financiamiento del programa fiscal; esto es, las “fuentes de financiamiento” (cuyo objetivo es cubrir las necesidades derivadas de la insuficiencia de recursos corrientes y de capital) y las “aplicaciones financieras” (incremento de los activos financieros y disminución de los pasivos públicos).

La CAIF presenta las transacciones y transferencias entre el sector público no financiero y el resto de la economía evitando las duplicaciones. Para esto en simultáneo ordena los recursos y gastos de modo de determinar diferentes resultados, a su vez, los cruza con los componentes institucionales o subsectores del sector público considerado. De modo sintético:

$$(1) RF + FF = AF$$

Donde RF es el Resultado Financiero, FF las Fuentes Financieras y AF las Aplicaciones Financieras²⁵. La diferencia entre AF y FF será positiva si el RF registra superávit (ingresos superiores a los gastos) y negativo en el caso de déficit (gastos superiores a los ingresos). Cuando las AF superan a las FF, significa que disminuye el stock de la deuda, se acrecientan los Activos Financieros o una combinación de ambos procesos. En cambio, cuando el RF es deficitario, se incrementa el endeudamiento, disminuyen los activos financieros o una combinación de ambos flujos. Se ve así cómo el sector público está sujeto a una restricción presupuestaria en sus operaciones: el déficit debe estar financiado ya sea por variaciones de activos y pasivos o por ingresos que no hayan sido incluidos en el concepto de déficit.

4. Las jurisdicciones y el Resultado Fiscal Financiero

Al ordenar los recursos y gastos para determinar diferentes resultados, la CAIF los ubica conforme a las diferentes jurisdicciones del sector público. Así, el llamado Sector Público Nacional No Financiero (SPN) incluye las jurisdicciones detalladas en el Gráfico N° 1²⁶.

Gráfico 1: Sector Público Nacional No Financiero (SPN) y sus subjurisdicciones

TESORO NACIONAL	ADMINISTRACION CENTRAL (AC)	ADMINISTRACION NACIONAL (AN)	SECTOR PUBLICO NACIONAL
-----------------	-----------------------------	------------------------------	-------------------------

²⁵ En estas relaciones, hay que tener presente que la metodología internacional que se utiliza en nuestro país para medir el resultado financiero al cierre de cada ejercicio fiscal, no considera a los pagos de las amortizaciones de la deuda como componente del gasto del ejercicio. Esos pagos se registran “debajo de la línea” en la CAIF.

²⁶ Las instituciones financieras del Estado no se incorpora porque se considera que no operan en la órbita fiscal sino en el mercado financiero, salvo cuando efectúan actividades cuasi-fiscales.



RECURSOS			NO FINANCIERO (SPN)
AFECTADOS			
	ORGANISMOS DESCENTRALIZADOS		
	INSTITUCIONES DE SEGURIDAD SOCIAL		
	EX-CAJAS PROVINCIALES		
		PAMI	
		FONDOS FIDUCIARIOS	
		OTROS	

En esta estructura, la Administración Central (AC) es el principal responsable de las operaciones de crédito público, tanto por el pago de intereses como por la amortización y toma de deuda²⁷. Al mismo tiempo, la legislación señala que el excedente que se obtiene en otras jurisdicciones diferentes a la AC tiene restricciones para ser utilizada para el pago de esta deuda u otro destino. Por ejemplo, los excedentes financieros de la Seguridad Social deberían utilizarse para aumentar el nivel de los haberes conforme a la ley, cumplimentar las demandas por movilidad de los haberes, mejorar prestaciones de la obra social de los jubilados y pensionados en el caso de PAMI, ampliar la inversión en infraestructura social con los Fondos Fiduciarios²⁸, dar consistencia de largo plazo al régimen, etc.

Estas restricciones son importantes a poco que se observe el Gráfico 2. Allí se ilustra la incidencia relativa que se obtiene del resultado fiscal en las tres definiciones más importantes del Estado Nacional, que son: Administración Central (AC), la Administración Nacional (AN) y Sector Público Nacional No Financiero (SPN).

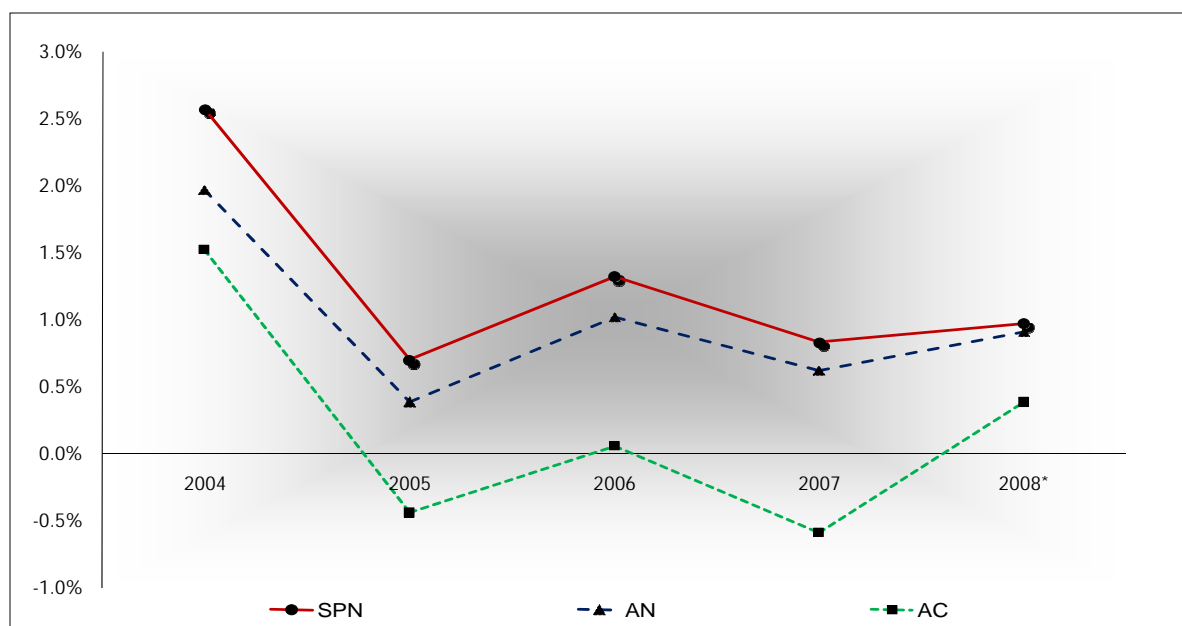
Gráfico 2: Resultado Financiero por sectores del Estado Nacional

²⁷ Ver Lo Vuolo y Seppi (2008).

²⁸ Para un análisis crítico de la experiencia de estos instrumentos de política ver Lo Vuolo y Seppi (2006).



% del PBI, 2004-2008²⁹.



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

Como puede observarse, con excepción del año 2004, el grueso del excedente fiscal acumulado en el período 2004-2008 fue alcanzado fuera de la AC, que es la jurisdicción responsable de los servicios de casi el 100% de la deuda pública y la que tiene facultades para utilizar libremente sus recursos para pagar estos servicios. La conclusión es inmediata: los pagos de la deuda pública realizados con fondos obtenidos del superávit fiscal se hicieron gracias a que la AC tomó recursos de otras jurisdicciones que legalmente no pueden destinarlos para este fin.

Esto puede observarse en el Cuadro 1, donde se identifican los resultados financieros de las jurisdicciones.

Cuadro 1. Resultado Financiero por sectores en % PBI. 2004-2008³⁰.

²⁹ El traslado de unos 800 mil aportantes que optaron en su momento por el traspaso al Régimen Previsional Público de acuerdo a la aplicación de la Ley N° 26.222, significó que en el ejercicio 2007 se incluyan \$7.814,3 millones correspondientes a las Instituciones de Seguridad Social por traspasos de cuentas de capitalización individuales. Luego, con la transformación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) en el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) se eliminó el Régimen de Capitalización, lo cual significó para el mes de diciembre del año 2008 un ingreso adicional para las Instituciones de Seguridad Social de \$802 millones aproximadamente.



AÑO	AC	S.Soc	AN	AFIP	INSSPJP	OTROS	SPN
2004	1.52	0.41	1.97	0.23	0.14	0.24	2.57
2005	-0.44	0.83	0.38	0.07	0.11	0.13	0.70
2006	0.05	1.01	1.02	0.03	0.18	0.07	1.32
2007	-0.59	1.20	0.62	-0.05	0.21	0.00	0.83
2008*	0.38	0.47	0.91	-0.01	0.13	-0.06	0.97

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

Cómo puede observarse, la Seguridad Social es la gran responsable del superávit de la AN, a lo cual se suma la obra social de los jubilados y pensionados (INSSJyP). Dado que los “ahorros” generados en estas jurisdicciones no pueden utilizarse para erogaciones de otras finalidades, en la práctica lo que se hizo fue “aplicar” ese excedente financiero a la compra de un “activo”: Letras del Tesoro. Así, en lugar de atender el pago de la deuda social se aplicaron los fondos al financiamiento de la deuda pública financiera.

4.1. El resultado financiero y las operaciones debajo de la línea en el marco de la cuenta ahorro inversión financiamiento

Para analizar el tema, hay que tener en cuenta que la evolución del stock de la deuda pública resulta del juego combinado entre los flujos de la amortización de deuda vieja y la emisión de nueva deuda. Contablemente, esto se registra en dos frentes. Por el lado de las AF se registra en las partidas “Amortización de la deuda pública” y “Disminución de Otros Pasivos”. Por el lado de las FF, en las partidas de “Endeudamiento Público” e “Incremento de Otros Pasivos”. El indicador sintético del juego combinado de todas estas partidas es el “Endeudamiento Neto”: si el resultado del Endeudamiento Neto es positivo estaremos ante una acumulación neta de deuda y si es negativo ante una amortización neta de la misma.³¹

Para tener una imagen más clara de lo que sucede, además del saldo del Endeudamiento Neto, es preciso observar el comportamiento de las partidas que registran los movimientos financieros. Allí se

³⁰ En el ejercicio 2007 se incluyen \$7.814,3 millones correspondientes a las Instituciones de Seguridad Social por trasposos de cuentas de capitalización individual de aportes.

³¹ Para simplificar este análisis, y dada la escasa importancia cuantitativa de las mismas, no se han contabilizado dos subcuentas menores: “Incremento del Patrimonio” y “Contribuciones Figurativas para Aplicaciones Financieras” dentro de las Fuentes Financieras y sus versiones espejo “Disminución del Patrimonio” y “Gastos Figurativos para Aplicaciones Financieras” en el marco de las Aplicaciones Financieras. En el primer caso comprende operaciones que originan variaciones “del capital, las reservas o de los resultados acumulados en ejercicios anteriores”; en el segundo se trata de partidas orientadas a eliminar las duplicaciones que surgen en aquellos casos en que la dependencia que recibe los recursos (por ejemplo, Administración Central) no es la que ejecuta la aplicación financiera (Organismos descentralizados, etc.). Para más detalles ver el Manual de Clasificaciones Presupuestarias para el Sector Público Nacional (2003).



registran los cambios de posición de los flujos netos derivados de las decisiones de inversión financiera; es decir la diferencia entre la partida “Disminución de la Inversión Financiera” (correspondiente a las FF) y la partida Inversión Financiera (correspondiente a las AF). En este caso, si el resultado nos da un signo negativo estaremos ante una acumulación neta de activos líquidos y si en cambio es positivo ante un uso neto de esos activos.

En otras palabras, el análisis integrado de la dinámica de los flujos fiscales requiere observar la evolución por jurisdicciones de la información que sigue: i) Resultado Financiero (Cuadro N° 1); ii) Endeudamiento Neto (Cuadro N° 2); iii) Activos Financieros (Cuadro 3).³²

Cuadro 2. Endeudamiento Neto por sectores en % PBI. 2004-2008

AÑO	AC	S.Soc	AN	AFIP	INSSPJP	OTROS	SPN
2004	0.49	-0.02	0.54	-0.02	-0.02	0.29	0.83
2005	0.91	-0.05	0.97	0.00	0.00	0.10	1.11
2006	1.78	-0.07	1.91	-0.02	-0.02	-0.16	1.74
2007	2.37	-0.03	2.53	0.04	0.01	0.72	2.78
2008*	0.77	-0.11	0.66	0.00	0.00	0.23	0.89

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

Cuadro 3. Des-inversiones financieras Netas por sectores en % PBI. 2004-2008

AÑO	AC	S.Soc	AN	AFIP	INSSPJP	OTROS	SPN
2004	-1.85	-0.50	-2.52	-0.22	-0.12	-0.50	-3.39
2005	-0.54	-0.88	-1.56	-0.07	-0.11	-0.27	-2.05
2006	-1.79	-1.02	-3.00	-0.01	-0.16	0.06	-3.16
2007	-1.71	-1.24	-3.15	0.01	-0.22	-0.16	-3.60
2008*	-1.23	-0.32	-1.57	0.03	-0.15	-0.18	-1.86

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

Del análisis integrado de esta información se puede aproximar la estrategia fiscal seguida en los últimos años y su relación con la deuda pública. Separando los componentes relacionados a la deuda pública de las inversiones financieras, esquemáticamente podríamos reescribir la nueva ecuación de financiamiento:

$$(2) \text{ RF} + \text{EN} = \text{Des-inversiones Financieras Netas}$$

Donde RF es el Resultado Financiero y EN el Endeudamiento Neto.

³² Ídem nota anterior.



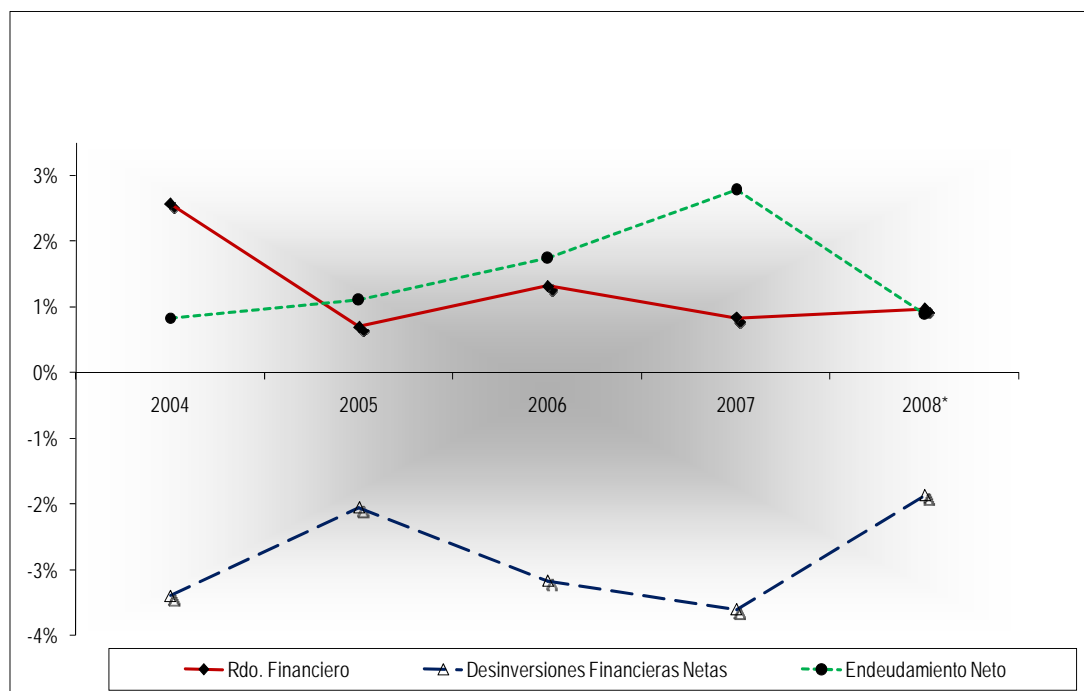
Observando los Cuadros N° 1, 2 y 3 presentados previamente, es posible dar un ejemplo de esta simple relación. En el ejercicio 2004, se ve que el SPN realizó una acumulación neta de inversiones financieras equivalente a 3,39 % del PBI. Esta aplicación de fondos fue financiada tanto por un resultado financiero superavitario de 2,57% como por un incremento neto del endeudamiento de 0,83%. Pero los aportes de las distintas jurisdicciones a estos resultados no fueron equivalentes.

Asimismo es posible descomponer estas magnitudes de la ecuación del financiamiento del SPN a partir de reconocer los diferentes aportes que hacen las sub-jurisdicciones del mismo. De este modo se puede observar los diferentes papeles que han adoptado en la actividad fiscal como así también el modo en que han cumplido sus responsabilidades específicas.

4.1.1. La dinámica agregada de los flujos en las jurisdicciones del SPN.

En el gráfico N° 3 puede observarse el modo en que se acumularon activos financieros en el SPN. Esa acumulación fue fondeada tanto por el superávit fiscal como por la toma de nueva deuda neta. Como puede observarse, se verifica una reversión de esta última en el año 2007.

**Gráfico 3: Financiamiento de las inversiones financieras para el SPN
% del PBI. 2004-2008**



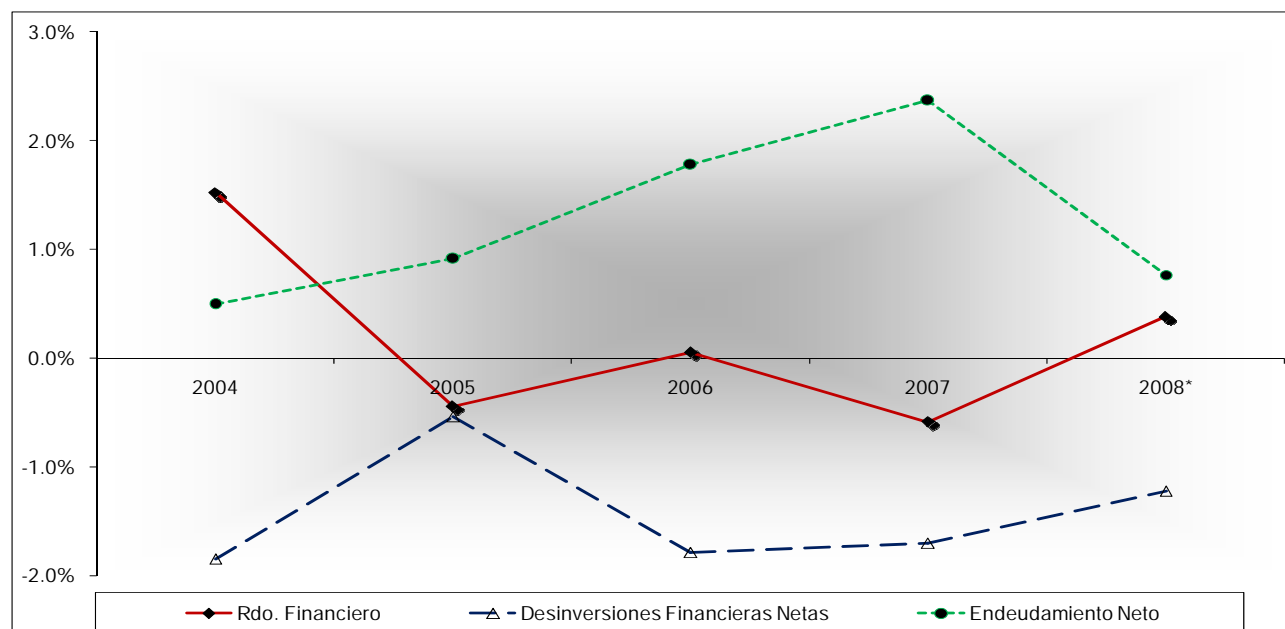
Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

Complementariamente, el Gráfico 4 registra la situación particular de la AC, que es la responsable del pago de la deuda financiera. Allí se advierte la oscilación del excedente fiscal, que en



muchos años se ubicó en registros negativos, y el creciente endeudamiento. Otra vez, en el año 2007 se observa un cambio de tendencia que aún es prematuro de interpretar, pero puede anticipar cierto agotamiento de las posibilidades de aplicar este mecanismo.

Gráfico 4: Financiamiento de las inversiones financieras para AC
En % del PBI. Años 2004-2008



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

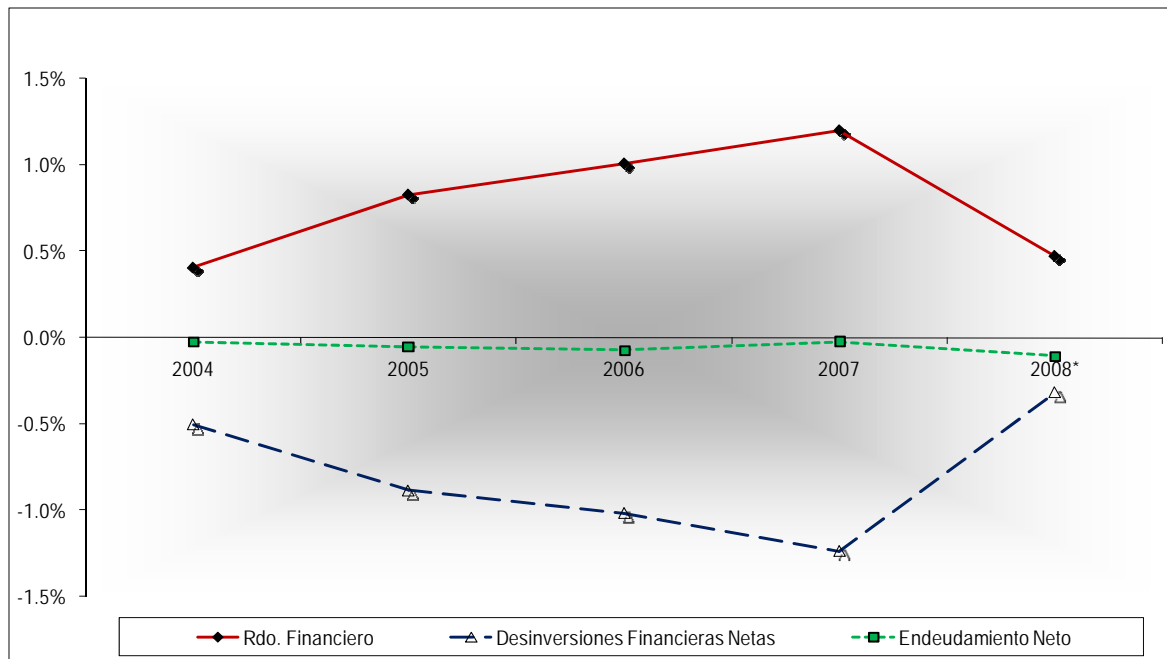
En otros términos, lejos de verificarse un proceso de des-endeudamiento, lo que cambió es la fuente de crecimiento de la deuda. En lugar de tomar créditos con agentes privados y/o instituciones multilaterales, la AC se endeuda con otras jurisdicciones del Estado Nacional pero como todo esto está “subsumido” en el resultado del conjunto del SPN que se registra sobre la línea, pasa desapercibido. Sin embargo, como los principales acreedores son las Instituciones de la Seguridad Social y entidades destinadas a la prestación de servicios sociales a la población, es claro que quienes están financiando al Estado Nacional son los ciudadanos que reciben beneficios por debajo de la capacidad de esas instituciones.

El Estado Nacional va así acumulando deuda social que ahora se expresa directamente en deuda financiera. En la práctica, el excedente fiscal de la Seguridad Social se colocó en “inversiones financieras” que no son otra cosa que deuda tomada del Tesoro nacional. En el Gráfico 5 se puede observar la estrategia de inversiones financieras de la seguridad social como espejo de su superávit. También, como la tendencia parece revertirse hacia el año 2008, situación consistente con la generalizada percepción de un freno en el crecimiento económico, en la generación de empleo formal y por ende en la recaudación del sistema de Seguridad Social.

Gráfico 5: Estrategia de financiamiento agregado para la Seguridad Social (AN)



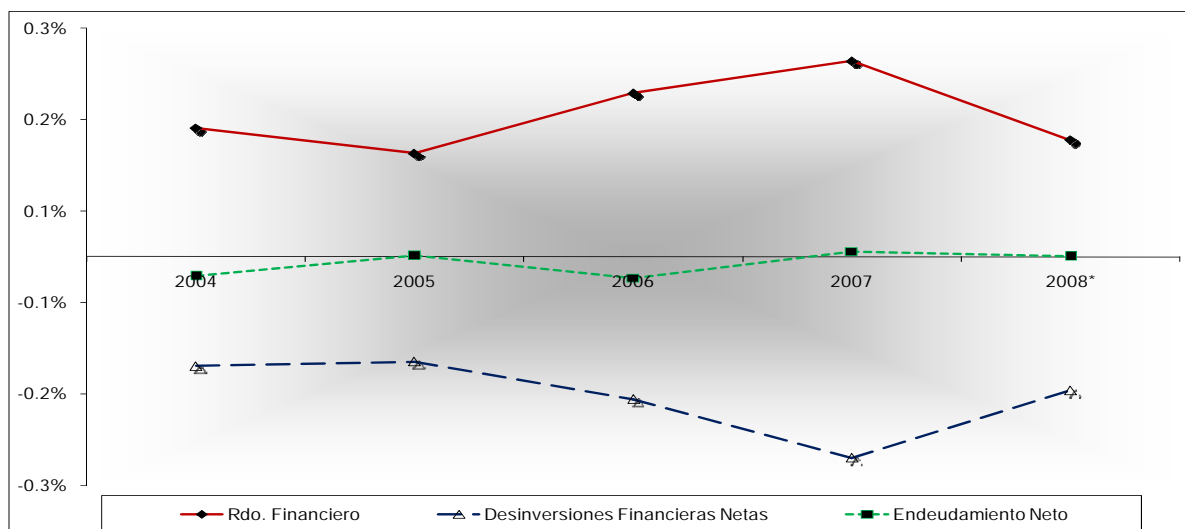
En % del PBI. Años 2004-2008



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

Como se registra en el Gráfico 6, también el INSSPJP (digamos, PAMI) es otro de las jurisdicciones, en este caso dentro del SPN, que ha tenido una apreciable acumulación de excedentes financieros y financiando también desde allí a la AC. Para ello, se realizaron modificaciones a las normativas vigentes para permitir que se pueda concatenar los ahorros de estas jurisdicciones con los pasivos emitidos por el Tesoro.

Gráfico 6: Estrategia de financiamiento agregado para INSSPJP
En % del PBI. Años 2004-2008



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión y ONP (2008)

Los interrogantes inmediatos que surgen son los siguientes: ¿cuáles son los motivos del ahorro financiero de la Seguridad Social y del INSSJyP? ¿No existen carencias en estas instituciones que deberían atenderse en lugar de financiar la deuda financiera de la AC? La respuesta podría ser que lo



que se está buscando es garantizar cierta solvencia de mediano plazo de estas jurisdicciones invirtiendo los fondos para futuras erogaciones. Sin embargo, ningún programa financiero conocido públicamente muestra la razonabilidad de este argumento.

En cualquier caso, y frente a los crecientes problemas para financiar la deuda pública, resultado lógico de su evolución, cabe interrogarse sobre el camino a seguir por el poder político. ¿Se ha de reprogramar indefinidamente la deuda con la Seguridad Social y otros organismos para poder atender la deuda financiera? Suponiendo que fuera así, ¿se está colocando los fondos excedentes en activos financieros que otorgan adecuada seguridad y rentabilidad a los activos de esas instituciones?

No es el objetivo de este trabajo estudiar en detalle las “inversiones” de todo tipo que se vienen haciendo con los fondos que operan en el sistema presupuestario del Estado Nacional, pero claramente las prácticas publicitadas distan mucho de ser las que se recomienda para la prudente y solvente administración de los mismos. Sin abundar en el tema, la experiencia internacional en la administración de sistemas de seguridad social solventes en el tiempo, no reconocen el uso de esos fondos para subsidiar al capital, al consumo y a rentas generales, incluso en países donde los impactos de la crisis internacional sobre la economía muestran ser más profundos que en Argentina.

4.1.2. La dinámica de los flujos dentro de la Administración Nacional (AN).

Lo anterior indica que es relevante observar las características de las inversiones financieras que realizan las distintas jurisdicciones (superavitarias) del Estado Nacional. Dadas las limitaciones en cuanto al acceso de la información sobre los elementos que componen las transacciones económicas y fiscales-financieras del Estado Nacional, aquí nos concentramos en caracterizar esta cuestión para aquellas jurisdicciones ubicadas dentro de la Administración Nacional (AN).

La primera observación es la siguiente: salvo en el caso de la Seguridad Social, la acumulación de activos financieros del resto de los componentes de la AN no se corresponde con un superávit sino con un aumento de deuda. ¿De qué activos se trata? Como se señaló, un primer grupo está representado por aquellas colocaciones que no tienen como objetivo la asignación de los fondos que tienen como objetivo la acción de “política pública”, es decir operaciones que forman parte de las actividades de ingresos y egresos ordinarios del Estado. Allí se incluyen variados usos, desde perfeccionar los programas de asistencia financiera a las provincias para el repago de su deuda pública, pasando al financiamiento del Fondo de Estabilización de Tarifas CAMMESA, los ahorros de las reparticiones del Estado Nacional que invierten dentro de la “cartera” de inversiones que ofrece el Tesoro Nacional, hasta los resabios del rescate del Sistema Financiero-Decreto N° 905/02³³, entre otros.

³³ Ver Lo Vuolo y Seppi (2008).



Conforme a lo señalado previamente, todas estas colocaciones en activos financieros deberían exponerse “sobre” la línea en tanto corresponden a objetivos de política pública, similares al de otras operaciones del gobierno. Sin embargo, se ubican por “debajo” de la línea como actividades de índole financiera, por lo cual quedan fuera de los límites presupuestarios propios de las operaciones que definen el “resultado primario” y no aparecen como operaciones de política pública. Estas prácticas son asimilables a las que en la década pasada se utilizaron para excluir de la consideración pública los usos de los fondos públicos derivados del proceso de privatización del patrimonio público.

Para aproximar el contenido de este tipo de actividades, en el Cuadro 4 se presentan las más relevantes. Para una lectura del mismo, debe tenerse presente las siguientes definiciones:

i) Las colocaciones intra-SPN son todas las operaciones de organismos públicos que pertenecen al SPN relacionadas con colocación de fondos excedentes en letras del tesoro, aplicaciones financieras a título gratuito, entre otras.

ii) Las operaciones de pase, ventas de títulos de valores, a la inversión en instrumentos de deuda pública, etc., son aquellas donde participa alguna entidad pública (ANSES, BNA, etc.)

iii) Los Programas de Asistencia Financiera a las Finanzas Provinciales junto a los Préstamos del BIRF y BID, incluyen los Programas de Financiamiento (PFO y PAF) y de Unificación Monetaria (PUM).



**Cuadro 4: Caracterización Agregada de las Inversiones Financieras de la AN.
En millones de \$ corrientes. 2005-2007 ³⁴**

	AN	2005	2006#	2007
(I)	Disminución de la Inversión Financiera	10,540.7	13,609.0	22,425.0
	En activos (1)	7,517.8	7,081.0	12,032.0
	En colocaciones intra-SPN	2,057.0	2,754.8	3,500.0
	Operaciones de Pase, Vta de Tit y valores	1,882.3		4,156.0
	Recuperos Prog. de Asis. Financiera a Prov y Prestamos C	2,068.0	3,490.0	4,376.0
	Sist. Financiero (Dec. 905/02)	1,510.5	836.2	
	En activos (2)	1,882.3	0.0	5,650.0
	Disponibilidades y plazo fijo	1,882.3		5,650.0
	Otros (3)	1,140.6	6,528.0	4,743.0
(II)	Inversión Financiera	18,851.2	33,255.0	48,006.0
	En activos (1)	8,637.4	12,893.0	25,431.0
	En colocaciones intra-SPN	5,354.8	6,000.0	5,000.0
	Operaciones de Pase, Compra de Tit y valores		3,815.0	15,420.0
	En Prog. De Asis. Financiera a Prov y Prestamos OIC	1,575.1	2,578.0	4,311.0
	Cammesa	600.0	500.0	700.0
	Sist. Financiero (Dec. 905/02)	1,107.5		
	En activos (2)	7,186.4	16,762.6	17,553.6
	Disponibilidades y plazo fijo	7,186.4	16,762.6	16,399.0
	Otros (3)	3,027.5	3,599.4	5,021.5
(I-II)	INVERSION FINANCIERA Neta	-8,310.5	-19,646.0	-25,581.0
	Inversión Financiera Neta en activos (1)	-1,119.5	-5,812.0	-13,399.0
	Inversión Financiera Neta en activos (1) en % del Total	13.5%	29.6%	52.4%

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Inversión

Activos (1): activos financieros cuyo fin es realizar política pública.

Activos (2): activos financieros según definición convencional para liquidez y rentabilidad.

Otros (3): No se tiene información

Como puede observarse, se ha ido incrementando la inversión financiera neta colocada en activos de tipo (1), o sea destinados a la "política pública" y que no tienen como objetivo mantener liquidez y obtener rentabilidad. En segundo lugar, la mayor parte de la formación de activos financieros no proviene del superávit entre ingresos y gastos corrientes, sino que ha sido fondeado mediante la creación de pasivos en otras reparticiones del Estado Nacional. Lo llamativo es que esas colocaciones no tienen como objetivo directo la liquidez y la rentabilidad, sino acciones de política pública que, en gran medida, consisten en subsidios al capital. Esta política difiere notoriamente de la que deberían hacer los generadores originales de fondos, vinculados con el otorgamiento de prestaciones y beneficios directos a las familias con impactos de alta sensibilidad social.

En la práctica, lo anterior se explica fundamentalmente por la mayor emisión y colocación de Letras del Tesoro en las jurisdicciones del sector público con finalidades específicas.

³⁴ No hay información sobre las disminuciones de inversiones financieras en concepto de disponibilidades y plazo fijos.



**Cuadro 5 Stock de colocaciones en letras del Tesoro por Estamentos Públicos.
En millones de \$ corrientes. 2007-2008**

Acreedor	Stock		
	12/31/2007	12/31/2008	
	En Pesos	En Pesos	En Dólares
- Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)	1,450	1,600	0
- Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES)	4,050	8,450	0
- Fondo Fiduciario de Recuperación de Empresas (FFRE)	507	1,096	35
- LOTERIA NACIONAL S.E.	149	149	57
- Fondo Fiduciario de Refinanciación Hipotecaria (FFRH)	0	120	0
- Superintendencia de Riesgos de Trabajo (SRT)	0	33	0
- Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFFIR)	0	94	0
- Instituto Nacional de Reaseguros – en liquidación (INDER - EL)	0	141	0
- Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE)	0	70	0
- Instituto de Ayuda Financiera (IAF)	0	150	0
- Fondo Fiduciario de Infraestructura de Transporte (FFIT)	0	200	0
- Agua y Saneamientos Argentinos (AySA)	0	645	0
- Programa de Asistencia Medica Integral (PAMI)	0	1,000	0
- Administracion General de Puertos (AGP SE)	0	39	5
	6,156	13,786	96

Fuente: Elaboración propia en base ONCP.

El Tesoro Nacional ha ido colocando de manera creciente deuda en las propias reparticiones del Sector Público Nacional. Son estas reparticiones las que han venido financiando la brecha entre las necesidades de pago del Tesoro Nacional y los recursos disponibles por el mismo. En el caso particular de la ANSES, no sólo es la principal tomadora de Letras del Tesoro (Cuadro 6), sino también ha suscripto Bonos del Estado Nacional durante el Ejercicio 2007.

**Cuadro 6: Inversiones en Letras del Tesoro³⁵
En millones de \$ corrientes, 2005-2008**

AÑO	ANSES	AFIP	FFRE	Otros	TOTAL
2005	2,600	1,400	507	220	4,727
2006	2,250	1,250	507	0	4,007
2007	4,050	1,450	507	149	6,156
2008	7,150	1,600	1,096	2,641	12,486

Fuente: Elaboración propia en base ONCP

³⁵ En este cuadro se contabilizan las inversiones en Letras del Tesoro emitidas en cada ejercicio, por tanto no se consideran las que podrían estar en cartera por decisiones tomadas en los ejercicios anteriores.



En otras palabras, en el caso del fisco argentino, la acumulación de activos financieros en la jurisdicción responsable del pago de la deuda financiera no es una señal de solvencia patrimonial, como sugiere el pensamiento convencional, Esa acumulación de activos se realiza tomando deuda en otros organismos públicos. Más aún, no pueden derivarse de esa acumulación de activos financieros conclusiones propias del análisis de los simples agregados macroeconómicos. Por ejemplo, en lugar de potenciar el poder de demanda de jubilados, desempleados y demandantes de servicio de salud, esta práctica de acumulación de activos lo que (se) hace es subsidiar capital y consumo con criterios, transparencia y recupero muy cuestionables.

Como se sintetiza en el Anexo, esto ha sido posible debido a un sistemático proceso de normas que fueron transfiriendo hacia el Tesoro Nacional poder de decisión sobre el uso de fondos que la ciudadanía pone a disposición del Estado para el cumplimiento de fines específicos y necesarios para la solvencia del sistema social de pagos. Llamativamente, al mismo tiempo se remarca el carácter contributivo de instituciones como la seguridad social, limitando el acceso a las mismas de aquellos a trabajadores del mercado formal. En la práctica, los fondos que recauda la Seguridad Social en Argentina tienen cada vez más el carácter de impuestos generales a disposición para el uso que quiera darle el Poder Ejecutivo.

5. Excedente fiscal, deuda financiera y deuda social

Del recorrido previo se derivan algunas conclusiones relevantes para comprender las complejas relaciones que se establecen en la actividad fiscal del Estado argentino. En particular, corrobora la necesidad de superar la simple observación del saldo del Resultado Primario en relación con el peso de la deuda en el PBI. El sistemático proceso de deterioro de la información pública no sólo alcanza a los indicadores económicos y sociales oficiales, sino que se observa también en las formas de registración de las operaciones fiscales y financieras. Entre otros efectos, estos modos de registración oscurecen la comprensión de la forma en que la Administración Nacional ha ido apropiándose de fondos de jurisdicciones cuya existencia se justifica por la necesidad de atender la deuda del Estado con la ciudadanía. Peor aún, de fondos captados sobre la masa salarial que se destinan al subsidio del capital y a la cobertura de la deuda financiera.

Lo expuesto no sólo cuestiona la idea de la solvencia fiscal-financiera del Estado argentino, sino de un modo más amplio la forma en que se observa esta cuestión en relación con la deuda pública (financiera y social). En particular, indica la necesidad de contemplar más detenidamente el modo en que el Estado se “fondea” para atender en tiempo y forma sus pagos. Asimismo, resalta la necesidad de mirar detenidamente la administración de los activos y pasivos financieros, especialmente el uso que de los mismos se hace para realizar política pública de subsidios de un modo poco transparente.



A través de distintos mecanismos, los trabajadores que aportan al sistema de seguridad social, los jubilados y pensionados y otros agentes económicos y sociales, han venido financiando de modo sostenido la formación de activos financieros del Estado nacional y de allí su capacidad de atender el pago de la deuda pública. Esto surge de la observación del modo en que se genera el excedente fiscal, se aplican fondos y se distribuye el poder de decisión sobre los mismos.

El superávit fiscal primario se obtiene por represión de gastos en jurisdicciones cuyos fines sociales son innegables. La deuda pública financiera se viene pagando especialmente con la extracción de fondos de instituciones cuya existencia se justifica por necesidad de atender otras deudas que integran el sistema social de pagos. Más aún, el método de tomar deuda con colocación de Letras del Tesoro en esas instituciones estaría violando el propio espíritu de la legislación que señala que los fondos recaudados por las mismas deben destinarse a fines específicos. También cuestionan seriamente la solvencia financiera dinámica del sistema de seguridad social. Para decirlo de un modo claro, al igual que sucedió con la reforma de 1994, los recientes cambios en el sistema de previsión social tienen más que ver con objetivos fiscales y macroeconómicos que con una mejora de la administración del valuado sistema de jubilaciones y pensiones.

Como ya empiezan a mostrar diferentes indicadores, los problemas derivados de estas prácticas se han de agravar con el freno económico que se viene verificando al menos desde el último trimestre de 2008, porque no sólo habrá mayores dificultades para generar excedente -incluso en las jurisdicciones hasta aquí superavitarias-, sino también para pagar la deuda tomada por las jurisdicciones de la seguridad social. En cualquier caso, este tipo de prácticas advierte sobre los arbitrarios criterios utilizados por para orientar el gasto público hacia las “políticas públicas” y la “gestión de liquidez”.

El anterior análisis refleja el modo en el que actualmente se expresa la contradicción entre deuda financiera y deuda social: generando excedentes en instituciones cuyo objetivo es distribuir beneficios sociales entre la población para financiar el Tesoro Nacional que le otorga a los fondos un destino diferente. Los títulos que el gobierno no puede colocar en el mercado de capitales, son los que compran ANSES, PAMI, etc. ¿Qué va a suceder a medida que se agoten los fondos y la Administración Central tenga dificultades para pagar la deuda financiera? ¿Contra qué otras finalidades compite el pago de la deuda con las instituciones de seguridad social a medida que se achica el excedente fiscal y la capacidad del Estado de tomar fondos financieros en los mercados? ¿Es esta la mejor forma de garantizar liquidez para el pago de la deuda en tiempo y forma? La aparente solvencia fiscal, la acumulación de activos financieros a costa del pago de la deuda social, ¿es una buena señal para volver a los mercados financieros a pedir financiamiento?

Asimismo, el registro “por debajo de la línea” del uso de activos financieros para subsidiar al capital privado, ¿no significa ocultar subsidios que deberían estar sometidos a los límites y al control



que son sometidos los gastos en finalidades sociales más acuciantes? ¿No es este un modo de continuar con las prácticas pasadas de pagar la deuda financiera con “ajuste” fiscal sobre los grupos más vulnerables? ¿Puede argumentarse que este tipo de políticas tiene un carácter distributivamente progresivo como algunos sostienen?

A estos interrogantes generales, puede sumarse algunos más específicos. Por ejemplo, se sabe que parte del superávit de la Seguridad Social se debe a que capta recursos que se detraen de la coparticipación federal de impuestos. Más allá de la razonabilidad de continuar con esta práctica luego de la reforma que estatizó los fondos que administraban las AFJP, cabe preguntarse acerca de la relación entre la remuneración que se paga por la deuda que toma la Seguridad Social y el costo que el Estado Nacional le cobra a las provincias por la deuda que las mismas mantienen. Más aún, cuando se observa crecientes problemas fiscales en los Estados provinciales.

Este camino de uso discrecional del poder fiscal para arbitrar entre agentes económicos superavitarios y deficitarios hace que la actividad pública se parezca a una mesa de dinero. Como en toda mesa de dinero, lo que interesa es el negocio financiero de corto plazo. Pero las relaciones entre la actividad fiscal, la deuda pública y el bienestar de la población perduran en el tiempo. Toda deuda financia una formación de activos de algún agente que no necesariamente será el encargado de pagarla. **La experiencia argentina es muy traumática en cuanto a los efectos redistributivos y productivos de este tipo de prácticas: ganancias de algunos que captan los activos, socialización del pago de la deuda financiera y *default* para la deuda social.**



ANEXO: LOS FONDOS DE LA SEGURIDAD SOCIAL A DISPOSICIÓN DEL TESORO NACIONAL

Dada la normativa vigente, no existen adecuados mecanismos para controlar que se siga con las prácticas señaladas. Esto sucede pese a que el actual régimen presupuestario, que sigue la doctrina internacional, establece en su Manual de Clasificaciones Presupuestarias para el Sector Público Nacional (2003): *“Cuando el gobierno mantiene activos financieros con propósito de liquidez y no con objetivos de política, dichas transacciones deben agruparse junto con los pasivos financieros del gobierno, bajo la línea del resultado financiero. Cuando es con fines de política debe ir arriba de la línea. La concesión de préstamos por parte del gobierno no se debe generalmente a fines de administración de la liquidez o al propósito de obtener un beneficio, sino a fines de política”*³⁶.

Sin embargo, esta norma general ha sido complementada por una maraña de disposiciones que resulta difícil de sistematizar. Por ejemplo, se especificó y amplió el alcance de las competencias de la Tesorería General para emitir opinión previa sobre las inversiones temporarias de fondos que realicen las entidades del Sector Público Nacional³⁷. Asimismo, se ampliaron las alternativas de inversión que pueden realizarse con las disponibilidades del Tesoro Nacional y las correspondientes a las Instituciones de la Seguridad Social que se pongan a disposición de la Tesorería General de la Nación³⁸.

Estas y otras medidas se fueron complementando con normas específicas. Así, en ocasión de la sanción del Presupuesto 2007 (Ley 26.198) se creó el Fondo de Garantía de la Movilidad del Régimen Previsional Público (FGM), integrado con los activos financieros de la ANSES disponibles al cierre del ejercicio presupuestario 2006. Estos activos eran en su casi totalidad, la acumulación de los ahorros que esa repartición había realizado hasta ese momento. Posteriormente, con la Ley N° 26.222³⁹, se establecen tanto el marco, como los objetivos generales que regularán estos ahorros del Sistema Previsional Público. Textualmente que *“a los efectos de su preservación y sustentabilidad futura, los recursos pertenecientes al sistema de seguridad social integrados por los activos financieros de la*

³⁶ El resaltado es nuestro.

³⁷ Mediante el Artículo 74° inc. j) de la Ley N° 24.156, modificado por el Artículo 23 de la Ley N° 26.198 de Presupuesto correspondiente al Ejercicio Fiscal 2007. Esas entidades son la Administración Central, las Instituciones de Seguridad Social, Empresas y Sociedades del Estado, Entes Públicos excluidos expresamente de la Administración Nacional y Fondos Fiduciarios integrados total o mayoritariamente con bienes y/o fondos del Estado Nacional. Esta norma fue perfeccionada a partir de la Resolución Conjunta 357/2007 y 62/2007 de la Secretaría de Hacienda y la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y Producción, que reglamenta los procedimientos y pautas sobre inversiones temporarias que deberán cumplimentar estas entidades

³⁸ Con la modificación del art. 33 de la Ley N° 11.672, complementaria Permanente de Presupuesto, instrumentada mediante el art. 30 de la Ley N° 26337 del Presupuesto de gastos y Recursos de la Administración Nacional Ejercicio 2008.

³⁹ En el contexto de las modificaciones a la Ley N° 24.241, que se perfeccionan mediante la Ley n° 26.222, entre otras disposiciones, se abrió la posibilidad de retornar al sistema previsional público.



ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL (...) debiendo únicamente ser utilizados para efectuar pagos de beneficios del mismo sistema”⁴⁰.

Pese a estas disposiciones, el camino seguido a posteriori no fue el señalado. Así, mediante el Decreto 313 del 29/3/2007, que reglamentó la ley N° 26.222, se produjo la transferencia de los saldos de las cuentas de capitalización individual del Régimen de Capitalización creado en 1994 al nuevo Sistema Integrado de Previsión Argentino (SIPA). Para ello, se dictaminó que la transferencia de los activos “en especie” sea registrada como “Contribuciones a la Seguridad Social - Aportes Personales”. Es decir como un recurso presupuestario ordinario, y no como lo que efectivamente es: un activo financiero. Conforme se explicó previamente, mediante este truco contable, ante un mismo nivel de erogaciones, se contabilizará un mayor excedente fiscal en ANSES, cuando correctamente debería haberse imputado debajo de la línea de resultado⁴¹. Entre otras derivaciones, este resultado facilita que el Tesoro coloque deuda en la ANSES.

Por otro lado, a mediados del año 2007 el PEN creó un nuevo Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (FGS), al cual se incorporaron los activos financieros del FGM⁴², estableciéndose los fines y los criterios para la toma de decisiones, contralor y seguimiento, entre otras características relevantes. El FGS debería dirigirse a atenuar la posible vulnerabilidad financiera del sistema previsional, como también de constituirse como fondo de reserva, preservando tanto el carácter previsional de los fondos como la rentabilidad que se obtenga de los mismos.

El cumplimiento de estas funciones depende en gran medida de las decisiones que se tomen con respecto a la colocación de los fondos financieros disponibles. Para ello, en la normativa se plantea la creación de un “Comité de Administración de Inversiones” que este conformado especialmente con los “titulares de áreas técnicas sustantivas en la definición de las políticas de administración de los activos financieros del ESTADO NACIONAL”. Por tanto, si bien “la administración operativa del FGS estará cargo de la ANSES” será asistida por el citado Comité, debiendo implementar las directrices que le imparta el mismo. Sin embargo este Comité se constituye de forma tripartita, teniendo como Director al Director Ejecutivo de ANSES y a los Secretarios de Hacienda y de Finanzas del Ministerio de Economía y Producción, como miembros restantes. Dentro de las funciones más relevantes del Comité de Administración están aquellas relacionadas con las decisiones de política de inversión de los activos previsionales como también las pautas de utilización del FGS en casos de contingencias.

Lo llamativo es que el Comité está conformado mayoritariamente por las dependencias del Ministerio de Economía y Producción que tienen entre sus responsabilidades tanto el manejo de la caja

⁴⁰ Mediante el mismo decreto se estableció que la inversión de los activos financieros referidos sean administrados por el Banco de la Nación Argentina (BNA), en las condiciones que se establezca por convenio a suscribir con la ANSES.

⁴¹ Según informa la ONP el monto imputado de esta forma asciende a más de \$7mil millones durante el ejercicio 2007.

⁴² Con el Decreto 897/07 y la Ley n° 26.337.



presupuestaria como de las necesidades de financiamiento. Esto resulta cuando menos contradictorio con la idea de dotar de autonomía y sustentabilidad a la administración del ahorro previsional, ya que las instituciones que ejecutan la política fiscal y financiera del gobierno pueden orientar la aplicación de los fondos acumulados en otras jurisdicciones. Por otro lado, la ANSES, siguiendo lo dictaminado por el Comité de Administración de Inversiones, debería elaborar un plan de inversiones en oportunidad de elevar el proyecto de presupuesto para el año siguiente. Sin embargo, dicho componente central de la política de inversión de los activos previsionales, de existir, no tendría estado público. Además, quien aprueba el plan como sus eventuales modificaciones⁴³ es el propio Comité de Administración de Inversiones.⁴⁴

Dados estos elementos, no debe extrañar que las pautas sobre el destino de los ahorros previsionales dictaminado por dicho Comité de Administración le hayan otorgado un lugar preponderante a las inversiones en instrumentos de deuda del Estado Nacional, también en las provincias, municipios y empresas estatales⁴⁵. Pese a su supuesta autonomía, la seguridad social está claramente al servicio de diversos fines de la política pública y sin los debidos controles.

Al respecto, considérese el Decreto 897/07 que señala: *“a fin de asegurar mayor control y compromiso social”, se establece una Comisión de Seguimiento. Esta Comisión estará “destinada a concentrar la información normativa y de gestión de dicho Fondo (...) siendo (...) el ente responsable ante la sociedad para brindar información sobre el estado del mismo”*. No obstante, en la propia conformación⁴⁶ de dicha Comisión se observan contradicciones con este objetivo: de los diez integrantes que hay en total, solo dos están asignados al Poder Legislativo, mientras que las corporaciones empresarias, la CGT y la Federación Argentina de Municipios disponen del 50% de los integrantes. Como complemento, se indica que la información será recabada semestralmente, sin referencias sobre el tipo de información y su difusión, además que los dictámenes de esta Comisión son no vinculantes.

Con la creación del nuevo SIPA, este tipo de problemas se agravó⁴⁷. Así, se transfiere en especie a la ANSES los recursos que integran las cuentas de capitalización individual de los afiliados y beneficiarios al régimen de capitalización, pasando dichos activos a integrar el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS)⁴⁸. En ese momento, se establece que la totalidad de los recursos únicamente

⁴³ El decreto posibilita efectuar modificaciones a dicho plan cuando existan situaciones coyunturales, aunque no explica cuando y en qué contexto podrían perfeccionarse las mismas.

⁴⁴ La Jefatura de Gabinete de Ministros debe ser informado por los mismos.

⁴⁵ Hasta el 65% de los fondos pueden ser asignados a operaciones de crédito público, en tanto que 30% como tope en la compra de títulos públicos con oferta pública de provincias, municipios o empresas estatales. No obstante no existe una cota total de operaciones que financien diferentes esferas del Estado, por tanto podría superarse el mismo 100%. Esta participación de los instrumentos de deuda pública excede aún a las que normatizaban a las AFJP.

⁴⁶ Ver Art. 13 del Dec 897/2007.

⁴⁷ Corroborando las dudas señaladas en Lo Vuolo (2008).

⁴⁸ Ley 26.425.



podrán ser utilizados para pagos de los beneficios del SIPA y se introduce como objetivo explícito del fondo la contribución al desarrollo sustentable de la economía real con el supuesto objetivo de garantizar el círculo virtuoso entre crecimiento económico y el incremento de los recursos de la seguridad social.⁴⁹ Sin embargo, la supervisión del cumplimiento de estos objetivos es de dudosa efectividad.

La ANSES goza de autonomía financiera y económica, sujeta a la supervisión de una Comisión Bicameral de Control de los Fondos de la Seguridad Social creada en el ámbito del Congreso de la Nación, que no tiene capacidad de injerencia o condicionamiento sobre la estrategia de inversión de los fondos. Mientras tanto se creó en el ámbito de la ANSES el Consejo del FGS, cuyo objeto será el monitoreo de los recursos del sistema. Así, se pasa de una ANSES “asistida” por un Comité de Administración a un Director de ANSES “asistido” por un Comité Ejecutivo, el cual incorpora otro funcionario más del Poder Ejecutivo Nacional, en este caso el Secretario de Política Económica. Supuestamente, las decisiones se tomarán por mayoría simple donde el Director Ejecutivo tiene capacidad de veto y doble voto (en caso de empate), pero los funcionarios del Ministerio de Economía siguen teniendo mayoría absoluta⁵⁰. Es decir que ahora el problema no es solo que el Director Ejecutivo⁵¹ es juez y parte en las decisiones sobre el uso de los recursos del sistema previsional, también se acepta que participe un subordinado con facultades operativas. El FGS podrá financiar a la ANSES para el pago de los beneficios del SIPA si las contingencias presupuestarias lo ameritan, según lo determine la propia ANSES.⁵²

De la amplia lista de opciones de inversión que se introducen con este decreto⁵³, merece un comentario las señaladas en el inciso q) del Art 74 de la Ley 24.241 y sus modificatorias: instrumentos para “financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo” que requerirá según este mismo decreto “una opinión otorgada por una Universidad Nacional ubicada en la región en que tendrá impacto el proyecto a financiar, que haga referencia a su viabilidad económica y financiera y a su incidencia en la economía regional o nacional, así como dictamen técnico de viabilidad económica emitido por la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas”.

Esta instrucción se complementa con otras muy cuestionables. Por ejemplo, para definir las fuentes que integran el FGS, los recursos propios anuales percibidos por la ANSES no necesariamente serán descontados de la deuda exigible que podría tener dicho organismo, lo cual podría permitir que

⁴⁹ Art.º 8. Ley 26.425.

⁵⁰ También se introduce la figura de Subdirector Operativo para este fondo con capacidad también para proponer inversiones.

⁵¹ Según el Art. 9 del Decreto 2103, el Director Ejecutivo ahora podrá convocar a reuniones al Comité Ejecutivo en caso que a su criterio existan fundamentos.

⁵² Art. 11 Decreto 2103. Esta modificación incluyó que se sacara el párrafo referido a la prohibición de financiar gastos con fines distintos a los previstos en el Art. 15 de la Ley 26.222.

⁵³ Art. 15 Decreto 2103.



se transfieran recursos al FGS pese al crecimiento de la deuda del organismo responsable de su manejo.

Todo lo anterior es una apretada síntesis explicar el modo en que los fondos del sistema de Seguridad Social han pasado a ser una fuente de financiamiento de la política pública general del Estado. Esto no sólo incluye aplicaciones financieras de dudoso rendimiento, como las Letras del Tesoro, sino incluso subsidios a actividades económicas cuya relación con el sistema de seguridad social se limita a una difusa alusión a su positivo impacto sobre el empleo y de allí sobre los ingresos por aportes y contribuciones. Impacto que no está medido ni evaluado y mucho menos garantizado.

Una tendencia similar se observa en el manejo de excedentes financieros de otras jurisdicciones de alta sensibilidad social, como el INSSJyP⁵⁴. Todas las medidas apuntan a facultar a la Tesorería General para condicionar las decisiones de asignación de los fondos que realicen las distintas entidades creadas con fines específicos. No debe extrañar entonces, que el resultado sea una transferencia de recursos cuyos fines originales apuntaban a cubrir la deuda social, hacia el pago de la deuda financiera del Estado. Este tipo de mecanismo de ajuste fiscal en perjuicio de sectores muy vulnerables no es considerado al momento de evaluar la política económica de los últimos años.

En síntesis, los cambios implementados en los últimos años sobre las normas regulatorias de la actividad fiscal y en especial de la seguridad social, han tenido un objetivo común: poner los fondos de la seguridad social a disposición del Tesoro para el pago de la deuda financiera y también de otros subsidios cuyo registro no es claro en el presupuesto. El Tesoro ha venido acumulando activos financieros para el pago de la deuda financiera a costa de generar una mayor deuda social. Este es el particular modo de ajuste de las cuentas públicas que refleja un aspecto poco discutido de la opción de “vivir con lo nuestro”: el financiamiento de la deuda financiera y subsidios al capital con fondos tomados de las políticas sociales.

⁵⁴ El INSSJyP, mediante la Resolución Conjunta 16/2008 y 7/2008 de las Secretarías de Hacienda y de Finanzas, con fecha del 17/12/2008, suscribió un programa de emisión de Letras del Tesoro por un monto de \$ VN 1.000 millones, con carácter intransferible y sin tener cotización en los mercados de valores locales e internacionales.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amado, A. M. (2003). *Minsky e o Ciclo Econômico: uma análise para economias periféricas*. Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política, Florianópolis, 2003.
- Blanchard, O.J (1990). *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*. Documentos de Trabajo de la OCDE, No. 79 (Abril), OECD, 1990, Paris.
- Blejer, M.& Cheasty, A.(1991). *The measurement of fiscal deficits: analytical and methodological issues*. Journal of Economic Literature, vol. 29.
- Carvalho, F. J.C. de. (2005). *Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil*. Revista de Economia Política, vol. 25, nº 4 (100), pp. 323-336 outubro-dezembro/2005
- Carvalho, F. J.C. de. (2008a). *Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana*. Revista Análise Econômica, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, setembro de 2008.
- Carvalho, F. J.C. de. (2008b). *Aula magna proferida no XXXVI Encontro Nacional de Economia*. ANPEC. Salvador (Bahia), de 9 a 12 de dezembro. www.anpec.org.br
- Chile (2003). *Informe de Finanzas Públicas*. Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público del año 2003. Dirección de Presupuesto
- Croce, E. (2001). *Assessment of Fiscal Balance*. Macroeconomic Management Programs and Policies, eds. Mohsin S. Khan, Saleh M. Nsouli e Chorng-Huey Wong, Capítulo 9, págs. 229–56. Instituto do FMI (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005). *La deuda argentina: historia, default y reestructuración*. Desarrollo Económico, Vol. 45, No. 178. (Jul. - Sep., 2005), pp. 187-233, Buenos Aires.
- FMI (2001). *Manual de estadísticas de finanzas públicas*. Departamento de Estadísticas del FMI, Washington D.C.
- FMI (2002). *Assessing Sustainability*. Policy Development and Review Department, mayo 2002.
- Frenkel, R. (2003). *From the boom in capital inflows to financial traps*. Initiative for Policy Dialogue Capital Market Liberalization Task Force, Barcelona, España, Junio 2003.
- Hermann, J (2002). *A Macroeconomia da Dívida Pública: notas sobre o debate atual e a experiência brasileira recente (1999-2002)*. Cadernos Adenauer, Ano III, nº 04. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, Novembro, pp. 41-70.
- *Hermann, J (2006). Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000.*, XXXIV Encontro Nacional de Economia
- Leijonhufvud, A.(1976). *Análisis de Keynes y de la economía Keynesiana : un estudio de teoría monetaria*. Barcelona: Vicens-Vives.
- Lo Vuolo, R. (2009). *Distribución y crecimiento. Una controversia persistente*. Buenos Aires: Ciepp/Miño y Dávila, en prensa.
- Lo Vuolo (2008). *Promesas falsas y necesidades ciertas. Acerca del proyecto de creación del sistema integrado de previsión argentino*. Análisis de Coyuntura Ciepp, N° 18,
- Lo Vuolo, R. y Seppi, F. (2008). *La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina*. Documento de Trabajo 61. Ciepp, enero.
- Lo Vuolo, R. y Seppi, F. (2006). *Los Fondos Fiduciarios en Argentina: La Privatización de los Recursos Públicos*. Documento de Trabajo 50. Ciepp, abril



- Martner, R. y Tromben, V. (2004). *La sostenibilidad de la deuda, el efecto bola de nieve y el pecado original*. Serie Gestión Pública N° 46, Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES), Santiago de Chile, junio.
- Minsky. H.P. (1982). *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. Ed. Armonk, N.Y. : M.E. Sharpe.
- Minsky. H.P. (1987). *Las razones de Keynes*. México, D.F. : Fondo de Cultura económica,.
- Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP). Estadísticas Varias. Ministerio de Economía y Producción.
- Oficina Nacional de Presupuesto (ONP). Estadísticas Varias. Ministerio de Economía y Producción.
- Organización Internacional de Entidades Fiscalizadoras Superiores (INTOSAI). Publicaciones Varias.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Publicaciones Varias.
- Reinhart C. y Rogoff K. S. (2004). *Serial Default and the "Paradox" of Rich to Poor Capital Flows.*, NBER Working Paper Series 10296.
- Reinhart C., K. S. Rogoff y M. A. Savastano. (2003). *Debt Intolerance.*, NBER Working Paper Series 9908.
- Secretaría de Hacienda (1999a), Manual de Contabilidad Gubernamental.
- Secretaría de Hacienda (1999b), El Sistema de Crédito Público en el Marco del Programa de Reforma de la Administración Financiera Gubernamental Libro y Anexo.
- Secretaría de Hacienda (2003a), El Sistema Presupuestario Público en Argentina.
- Secretaría de Hacienda (2003b), Manual de Clasificaciones Presupuestarias para el Sector Público Nacional. Quinta Edición.
- Sturzenegger, F. (2004). *Toolkit for the Analysis of Debt Problems*. Journal of Restructuring Finance, Vol. 1, No. 1