

Un análisis a partir de la Ley de Leyes

“La resolución del conflicto con los holdouts que le permitió a la Argentina salir del default y volver a acceder al mercado internacional resultó clave para encarar en forma gradual la reducción del déficit fiscal. Argentina ya no paga sus deudas con reservas internacionales como ocurría hasta 2015, sino que, como ocurre en casi todos los países del mundo, lo hace emitiendo nueva deuda.”

Fragmento extraído del Presupuesto 2018

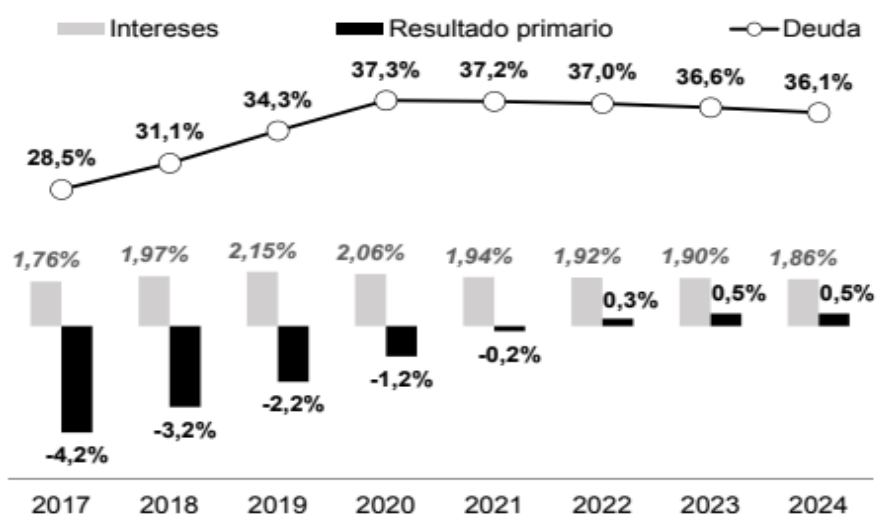
El 15 de septiembre el oficialismo presentó al Congreso nacional el Proyecto de Presupuesto 2018 para su tratamiento legislativo. Aún resta esperar en qué grado se seguirán las pautas establecidas en dicho documento, más aún teniendo en cuenta que el gobierno de Mauricio Macri en la Ciudad de Buenos Aires se ha caracterizado por subejecutar el presupuesto asignado. Sin embargo, un análisis del mismo nos lleva a alertar sobre la insustentabilidad del modelo económico de Cambiemos.

Ya es bien conocido que el (ya no tan) nuevo equipo económico que asumió en diciembre de 2015 ha decidido financiar gran parte del déficit fiscal recurriendo al endeudamiento externo. Si bien el gobierno ha establecido metas fiscales para el resto de su mandato, las mismas se basan en el resultado fiscal primario (que no incluye el pago de intereses de deuda). Esto constituye un error conceptual grosero que, como muestra nuestra historia reciente, puede desembocar en una crisis de deuda. A medida que el stock y los intereses de la deuda en moneda extranjera aumentan su peso como porcentaje del PIB, se incrementa la vulnerabilidad externa nacional. Por otro lado, al ser deuda que debe ser cancelada en dólares, se vuelve indispensable contar con divisas genuinas generadas en la economía real, ya que cancelar deuda con más deuda es insostenible en el largo plazo. Hasta el momento, gran parte de los dólares ingresados vía endeudamiento externo han sido destinados a financiar la fuga de capitales, la remisión de utilidades y el turismo en el exterior, en un contexto de apreciación cambiaria como ancla inflacionaria.

Es en este contexto donde las proyecciones (siempre optimistas) vigentes en el Presupuesto 2018 encienden señales de alarma. En primer lugar, se observa que el rubro que más crece en su participación en el gasto público son los intereses de la deuda (27,6% interanual, llegando a los 14.830 millones de dólares) lo que lo convierte en el único que crece como porcentaje del PIB. Si a los intereses de la deuda le sumamos el déficit primario establecido en las metas oficiales se alcanza un déficit fiscal de 5,5% del PIB, el cual seguirá siendo mayor al heredado ya luego de 3 años de gestión. En segundo lugar, se prevé que tanto el peso de la deuda como de los intereses aumenten año tras año durante todo el mandato de Mauricio Macri. Así, para 2019 el peso de la deuda sobre el PIB se proyecta en 34,3% y el de los intereses en 2,15%.

Evolución del Stock de deuda e intereses (con privados y organismos) y resultado fiscal primario.

En % del PBI



Fuente: Ministerio de Hacienda y Ministerio de Finanzas

El coctel se vuelve explosivo al mirar las proyecciones del gobierno sobre la capacidad de nuestra economía de generar dólares genuinos. Se prevé un déficit comercial creciente desde 2017, alcanzando un déficit de 7.600 millones de dólares en 2021 (último año proyectado). Este aspecto se ve agravado por las desregulaciones en materia cambiaria que ha implementado el gobierno desde que asumió. En este sentido, la fuga de capitales y la remisión de utilidades contribuyen a que las posibilidades de repago de la Argentina sean aún más escasas. Por ejemplo, este año se estima que el déficit de la Cuenta Corriente, que incluye el intercambio de servicios y el saldo de la cuenta rentas, superaría los 24.000 millones de dólares. A su vez, las proyecciones indican un aumento sostenido de las exportaciones que luce demasiado optimista por dos aspectos: la recuperación de la actividad económica de Brasil está sobreestimada (mismo error cometieron al esbozar el Presupuesto 2017) y la decisión del gobierno nacional de extender a cinco años el plazo para que los exportadores puedan liquidar las divisas (en diciembre de 2015 este plazo era de 30 días). De este modo, aún si se alcanzaran los valores previstos para las exportaciones ello no se traducirá en un incremento de la misma magnitud de la oferta de dólares pasibles de ser adquiridos por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Proyecciones de exportaciones, importaciones y saldo comercial

Miles de millones de dólares	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Exportaciones FOB	56,8	57,7	58,8	62,0	65,6	69,3	73,3
Importaciones CIF	59,8	55,6	63,3	67,6	71,6	76,2	80,9
Saldo Comercial	-3,0	2,1	-4,5	-5,6	-6,0	-6,9	-7,6

Fuente: Ministerio de Hacienda

Otro aspecto a resaltar es la regresividad en los cambios impositivos proyectados. Encontramos que para 2018 cae el peso como porcentaje del PIB de impuestos progresivos tales como Bienes Personales o Derechos de exportación, mientras que aumenta (levemente) el peso del impuesto regresivo por excelencia: el IVA. Sin embargo, en lo que respecta a la composición del gasto es posible apreciar cierta progresividad. Ya durante 2017 el gasto en prestaciones sociales se incrementó en un 39% interanual (muy por encima de la inflación) mientras que para 2018 se prevé un aumento del gasto en prestaciones sociales del 22,1% nominal anual (por encima de la inflación proyectada). De todos modos, ya ha quedado en evidencia que el empleo no es una variable relevante para la actual conducción económica. El desempleo ha aumentado desde la asunción del nuevo gobierno y en el Presupuesto 2018 no existen proyecciones de dicha variable. En este contexto, el incremento de las prestaciones sociales puede ser entendido como un mecanismo de contención social, ya observado durante el primer año de gobierno de Cambiemos, con un modelo que indefectiblemente expulsará mano de obra incrementando la marginalidad social. A esto se suma el recorte previsto en subsidios a la energía y al transporte lo que implicará un aumento de tarifas y, en consecuencia, una nueva caída del salario y de las asignaciones reales.

Por otro lado, es necesario tomar en consideración que el escenario puede tornarse aún más adverso si no se cumplen las proyecciones macroeconómicas presentes en el Presupuesto. No sería la primera vez en la corta vida del gobierno que pecan de optimistas. En primer lugar, el gobierno da por descontado que seguirá rigiendo un contexto global de tasas de interés cercanas a cero. Dada la abundante liquidez global, la búsqueda de retornos más atractivos que los que ofrecen las economías avanzadas y el perfil *market friendly* del nuevo gobierno todo parece indicar que en el corto plazo el costo del endeudamiento no se verá incrementado (hasta incluso puede disminuir hasta converger a los niveles de tasa de vecinos como Brasil). Sin embargo, en el mediano plazo esta tendencia puede revertirse y encarecer considerablemente el costo de la deuda argentina. En segundo lugar, si el tipo de cambio termina siendo superior al proyectado (19,30 \$/U\$S) los pasivos en moneda extranjera serán superiores a los proyectados y el escenario previamente descrito se ve agravado, traduciéndose en un incremento del peso de la deuda y los intereses. En tercer lugar, en el Presupuesto se proyecta un crecimiento de la economía para 2018 de 3,5%, el cual se encuentra por encima del llamado “consenso de mercado”, que se ubica en 3%. Hay que recordar que para 2017 también se había proyectado un crecimiento de 3,5%, cuando se cree que no superará el 3%. Lógicamente, si el crecimiento del producto es inferior al proyectado, el ratio de deuda e intereses a PIB aumentará, al igual que el ratio déficit fiscal a PIB. Además, una parte importante de los recursos tributarios dependen del ciclo económico, por lo que un nivel de actividad menor al proyectado se traduciría en una caída de los ingresos del fisco.

Un comentario aparte merece la proyección de la inflación para el próximo año. Numerosas veces hemos escuchado al Presidente del BCRA argumentar que para que funcione un esquema de metas de inflación es condición necesaria su credibilidad. Aparentemente, ni el propio gobierno nacional cree en las metas impuestas por el BCRA (8-12%) ya que la inflación proyectada para 2018 es de 15,7%. Hay que recordar que la inflación prevista para este año había sido de 12-17% cuando la realidad apunta a 22%. A su vez, los ajustes tarifarios previstos para el 2018 ya le ponen un piso a la inflación venidera. Restará por ver si el BCRA mantiene sus metas de inflación o si las lleva a niveles más realistas.

Numerosos y variados economistas han puesto en tela de juicio las proyecciones macroeconómicas del Gobierno nacional. Hay indicios para pensar que la prioridad intocable del equipo económico es cumplir con las metas fiscales por lo que, de no darse este escenario tan optimista, el Gobierno podría embarcarse en un ajuste mayor del gasto público. La seguridad social aparece, entonces, amenazada. Finalmente, como ocurrió desde que asumió el nuevo gobierno, la correlación de fuerzas decidirá hasta qué punto el nuevo Gobierno puede llevar a cabo su plan económico.