

26 de octubre de 2018

La importancia del equilibrio fiscal

En medio de la tormenta de malas noticias y profunda desazón con el presente y futuro de nuestro país, esta semana el presupuesto obtuvo media sanción y se conoció el buen dato fiscal del mes de septiembre. Luego de una larga pasividad inicial, hace varios trimestres el Gobierno viene trabajando en el rumbo fiscal. En el *Resumen* de esta semana, pretendemos explicar la importancia del equilibrio presupuestario como primer paso para reducir la violenta volatilidad de nuestra economía.

Los números fiscales

El déficit primario al tercer trimestre alcanzó los \$153.315 millones o el 1,1% del PBI, en el mismo período del año pasado el rojo había sido 2,1% del producto. En términos nominales, el déficit estuvo un 31,1% por debajo del mismo período del año anterior. La meta fiscal del acuerdo Stand By con el FMI estipulada para los primeros nueve meses era del 1,9%, con lo cual el Gobierno se encamina a cumplir la meta anual del 2,7%. En los meses próximos Hacienda enfrenta el gran desafío de mejorar los números fiscales en un contexto recesivo. Esto será complejo dado que la estructura impositiva argentina es muy pro cíclica. Tiene algunas herramientas adicionales para cumplir con la meta del 0% de déficit para el año entrante, como la suba de retenciones (mitad del “esfuerzo fiscal”) y cierto margen del déficit de este año. La inflación, dado el rezago en el ajuste del gasto de la seguridad social, le está dando recursos extras al Estado. Seguramente, Hacienda usará este margen para dejar la deuda flotante al 2019 en niveles muy reducidos y facilitar el cumplimiento de la meta.

Lo que quiero destacar es el segundo gráfico, donde se ve claramente como por quinto trimestre consecutivo los gastos crecen por debajo de los ingresos. Mantener esta dinámica es clave para la reducción del rojo fiscal. Durante el último mandato del Frente para la Victoria el gasto creció consistentemente por encima de los ingresos, creando un brutal agujero fiscal. Cambiemos, por su parte, el único esfuerzo fiscal que hizo en su primer año y medio fue subir las tarifas. Esfuerzo de vago. No tocó prácticamente el resto del gasto. Es más, inexplicablemente, concedió beneficios fiscales que nadie le pedía. Luego de la devaluación de

diciembre 2015 y la eliminación de las retenciones al trigo, girasol y maíz, fundamentales para promover la diversificación de la siembra, redujo las retenciones a la soja y eliminó las retenciones a la minería. Estas dos últimas medidas tuvieron un evitable costo fiscal.

El Gobierno, obligado por el nuevo contexto, arrancó tarde con la disciplina fiscal. Dicho esto, la mejoría en los últimos trimestres es notable.

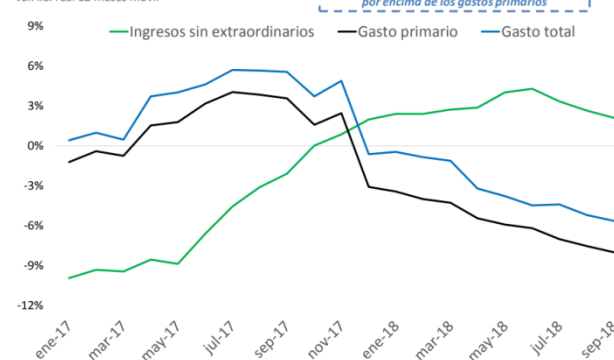
Sector Público No Financiero

En millones de \$

	Ene-Sep 2017	Ene-Sep 2018	var. %
INGRESOS TOTALES	1.466.153	1.878.230	28,1%
Tributarios sin blanqueo	1.320.842	1.678.505	27,1%
Resto	145.311	199.726	37,4%
GASTOS PRIMARIOS	1.688.532	2.031.545	20,3%
Prestaciones sociales	921.005	1.179.221	28,0%
Otros gastos corrientes	605.161	711.224	17,5%
Gasto de capital	162.366	141.101	-13,1%
RESULTADO PRIMARIO	-222.379	-153.315	-31,1%
% del PBI	-2,1%	-1,1%	+1,0%
Intereses	148.610	230.627	55,2%
% del PBI	1,4%	1,7%	+0,3%
RESULTADO FINANCIERO	-370.989	-383.942	3,5%
% del PBI	-3,5%	-2,8%	+0,7%

Variación real de ingresos y gastos

Var. i.a. real 12 meses móvil



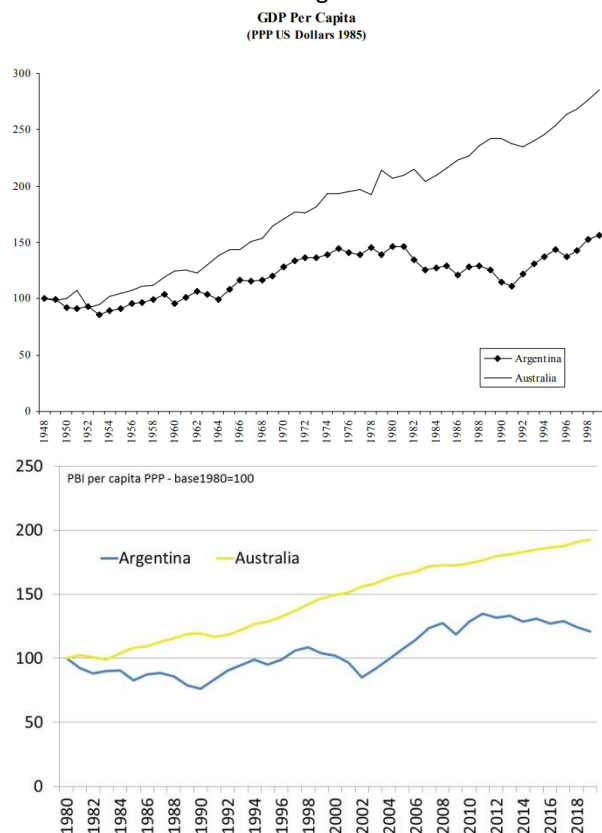
Fuente: Presentación Mecon III-Trim.

Ortodoxos y heterodoxos

Permítanme una breve reflexión sobre las corrientes económicas locales. El gran anhelo de algunos de nuestros economistas liberales idealistas, hoy varios “celebrities” en televisión, es compararnos con Australia. Alguna vez colonia, rica en recursos naturales, aislada geográficamente y no tan diferente en términos demográficos. Suelen recordar que hasta la década del 40 ambas económicas gozaban de similares niveles de ingreso por habitante y, a partir de entonces, comenzaron a transitar caminos bien diferentes. Desde los 80, dicha divergencia se amplía. Dado que en las

últimas cuatro décadas tuvimos dos pérdidas, nuestro país es sólo un 20% más rico que hace 40 años mientras Australia prácticamente duplicó su producto per cápita.

Baño de realidad para los deseos de grandeza, Australia exporta U\$7.500 per cápita sólo por sus inmensos recursos naturales. Nuestro país, con buena cosecha de por medio, exportamos U\$1.000 por cabeza por nuestros recursos. Aún si el desborde de optimismo de Javier Iguacel sobre Vaca Muerta fuera cierto, en 2027 podríamos aspirar a exportar U\$1.500 per cápita por la riqueza de nuestro suelo. Conclusión, no somos tan ricos en recursos como muchos piensan. Nunca vamos a ser Australia, ni cerca. No debemos aspirar a serlo. Podríamos empezar por buscar la estabilidad económica del resto de la región.



Fuente: WEO FMI y "Argentina-Australia: Growth and Divergence in the Twentieth Century", A. Gallo, UNF.

En la vereda de enfrente, encontramos a algunos heterodoxos sin calculadora, menospreciadores seriales de la conducta fiscal. Muchos de ellos funcionarios que pasaron por la gestión de la ex Presidenta. Estos dan muy poca importancia a la restricción de presupuesto y sólo se preocupan por la cuestión externa (la cuenta corriente), como si

esta fuera totalmente ajena a la conducta fiscal. Esta corriente de pensamiento también minimiza la estabilidad como condición necesaria para el desarrollo. Varios peronistas se suman a estas ideas.

¿Por qué nuestro país debería tener equilibrio presupuestario?

1- La economía tiene déficit de cuenta corriente cuando los pagos que recibe del extranjero (exportaciones más los intereses y dividendos que cobra) son inferiores a los desembolsos que realiza al exterior (importaciones más los intereses y dividendos que paga). Para cubrir esto, se toma deuda contra el sector externo o se consume el ahorro previo (reservas). En definitiva, el déficit externo simplemente refleja un gasto agregado por encima del ahorro. La economía tiene sólo dos sectores, el público y el privado. Con lo cual, la indisciplina fiscal acrecienta la escasez de dólares. En el gráfico a continuación, vemos como en los últimos años el resultado fiscal del Gobierno colaboró en forma importante con el agujero externo. Unas finanzas públicas más sanas conllevan una cuenta corriente más equilibrada, y esta última a una mayor estabilidad.



Fuente: Elaboración propia en base a WEO FMI.

2- El déficit fiscal se financia de tres formas. Colocando deuda, emitiendo o consumiendo ahorro previo. Dado el pequeño mercado de capitales y escaso ahorro local, sólo podemos financiar el déficit tomando deuda externa o emitiendo. Ambos mecanismos de financiamiento, ya sea por apreciación nominal, mayor inflación o una combinación de ambas, atrasan el tipo de cambio real. Como

- bien sabemos, cuando llega la corrección del tipo de cambio real, esta suele ser lo suficientemente brusca para desplomar las importaciones vía contracción del nivel de actividad.
- 3- A mayor déficit fiscal, mayor programa financiero. Con lo cual, cada año debemos volver a rezar que alguien esté dispuesto a refinanciarnos. Cuanto más importantes son las necesidades, más complejo y caro buscar fuentes. Dado el tamaño del sector público, este termina aspirando fondos locales e internacionales y complicando el fondeo del sector privado (efecto crowding out).
 - 4- Si no se reduce el déficit fiscal cualquier baja en la presión impositiva resulta inviable. Cambiemos, apoyándose en la cuota de confianza inicial que le permitió abrir el mercado de deuda, bajó la carga impositiva pero no el déficit. A la menor reversión en los flujos de financiamiento (agravados por la sequía), no le quedó otra opción que volver a subir los impuestos.
 - 5- El contexto global es extremadamente incierto. Si bien las tasas continúan en bajos niveles, estamos saliendo del experimento monetario más grande del último siglo. Contar con una mayor independencia financiera es fundamental para la estabilidad.
 - 6- Tenemos probablemente el peor curriculum vitae del mercado de deuda global. Somos incumplidores seriales. La paciencia del inversor de renta fija externo es muy escasa con nosotros. El stock de bonos argentinos es lo suficientemente grande para el apetito global. Por un buen tiempo, no deberíamos volver al mercado con nuevas colocaciones netas.
 - 7- El déficit fiscal dificulta directamente la política monetaria. Cuando el Banco Central transfiere utilidades contables o adelantos transitorios al Tesoro crea pasivos monetarios que luego le terminan saliendo caros (lebac, leliq, nobacs, etc.). En el mismo sentido, cuando se usan las reservas para pagar deuda externa, el BCRA pierde futura capacidad de intervención en el mercado de cambios. El déficit fiscal, en nuestro país, atenta contra la estabilidad monetaria y cambiaria.
 - 8- El equilibrio fiscal es la única forma de garantizar la sostenibilidad de la deuda. La deuda neta del Tesoro contra privados ronda el 55% del PBI (aproximación dado que no sabemos cómo el PBI en dólares se está acomodando a la devaluación y al aumento de precios). Esta deuda, implica una carga de intereses netos (ingresos menos egresos) por año de 2.5% del PBI. Creciendo a una tasa moderada pero estable y consistente, la deuda con equilibrio primario es sostenible.
 - 9- Viendo la votación en el Congreso de esta semana, está de más decir que nuestra clase dirigente es impresentable. La institucionalidad difícilmente mejore con el tiempo. Ante esto, contar con una mayor independencia financiera resulta necesario.
 - 10- No hablamos de desarrollo de largo plazo, para esto seguramente sólo con estabilidad no sea suficiente. Pero empecemos por algo.
- En resumen, existe un amplio consenso en la academia sobre los beneficios de la estabilidad para el crecimiento. Nuestro país es un buen ejemplo contrafáctico. Las crisis económicas dejan dolorosas secuelas de las cuales es difícil reponerse. La mejor herramienta para prevenir una crisis es una macroeconomía sana. Por los motivos enunciados, para conseguirlo nuestra economía necesita un balance fiscal equilibrado. Australia hace 50 años tiene déficit de sus cuentas externas, continúa creciendo y el mundo le presta sin problemas. Este no es nuestro caso.
- La indisciplina fiscal y el atraso cambiario en el corto plazo brindan una sensación de prosperidad y bienestar. Pero, tarde o temprano, los costos se pagan caros. El Presidente tiene el desafío de mejorar los números fiscales en un año electoral, reto no menor.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe