

# ¿Es sostenible el déficit fiscal?

## Informe Mensual Abril

Lunes 11 de abril de 2016

### **labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

Las últimas semanas estuvieron signadas por una secuencia de datos negativos. Al aumento de las tarifas de electricidad anunciado en febrero, se le adicionaron los ajustes en los precios del gas, agua, telefonía fija y combustibles. Más allá de ciertas limitaciones metodológicas, los datos publicados por el Observatorio de la Deuda Social Argentina de la UCA indicaron que la pobreza alcanzó al 34,5% de los ciudadanos y en los últimos 3 meses se generaron 1,4 millones de nuevos pobres. Finalmente, coparon todos los medios de comunicación las noticias relacionadas con eventuales casos de corrupción. Desde el exterior con los Panamá Papers cuyas esquilas salpican a todo el arco político. Y las domésticas con las recientes imputaciones a CFK y De Vido.

Toda esta cadena del desánimo llega en momentos en los cuales la actividad económica está sufriendo un fuerte parate. Este coctel indicaría la finalización de la luna de miel del Gobierno con la sociedad luego de 4 meses de haber llegado al poder. Esto implica que a partir de ahora es responsable de las decisiones que lleva a cabo y de la evolución futura de la economía.

El desafío es mayor si se tienen en cuenta los desequilibrios macroeconómicos que heredó y aún no logró resolver. Desequilibrios que se encuentran interrelacionados entre sí y que el antídoto para curar uno, es el veneno para otro. El Gobierno optó por ir gradualmente y priorizar los frentes a atacar. Se concentró en la salida del *default* ya que el bajo nivel de endeudamiento permite financiar el gradualismo.

El Ministro de Hacienda trazó una meta de mediano plazo de eliminación del déficit fiscal en 4 años. Sin embargo, conlleva intrínsecamente una serie de dificultades para lograr su cumplimiento. La presión tributaria es récord por lo que sólo

puede alcanzar la meta bajando el nivel de gasto. Aquí se encuentra con una dificultad adicional: la mitad de los gastos – los relacionados a la seguridad social- crece automáticamente y lo hace a un ritmo superior en relación a los ingresos en un contexto de inflación decreciente debido al factor de actualización de la movilidad jubilatoria. El resto de los gastos tiene que tener una fuerte caída en términos del PBI y volver a los niveles de casi una década. Es decir, ajustar en 4 años lo que se aumentó en 10 años. Por eso, analizando los números pareciera prácticamente imposible que se alcance la meta fiscal.

Con una economía que prácticamente no creció en los últimos cuatro años, hacer una fuerte política fiscal contractiva no parece ser una opción deseable. Por el momento la cuestión fiscal estaría quedando relegada para la resolución de otros desequilibrios como el estancamiento económico y la inflación. Esta estrategia debe sobreponerse sobre algunos riesgos que se encuentran latentes. La capacidad política del gobierno que cuenta con minoría en ambas Cámaras, la necesidad de que la economía vuelva a crecer y el manejo minucioso de la cuestión fiscal para no caer en las tentaciones del pasado.

## Sábana corta (y angosta)

**El Gobierno heredó desequilibrios macroeconómicos muy profundos en varios frentes:** estancamiento de 4 años, inflación alta y persistente, déficit fiscal más elevado de los últimos 35 años (con presión tributaria y gasto en niveles récord) sin financiamiento externo (*default*), déficit comercial y cuenta corriente con escasez de reservas internacionales, atraso cambiario y múltiple mercado de cambios con limitaciones al acceso (cepo).

**La dificultad es mayor si se tiene en cuenta que los problemas están interrelacionados entre sí: la acción para ajustar un desequilibrio impacta negativamente en otro.** Esto hace prácticamente imposible la resolución simultánea de todos los desequilibrios económicos. Por ejemplo, uno de los principales problemas es el estancamiento de la economía. Para impulsar el crecimiento económico habría que realizar una política expansiva. Si se optara por la fiscal, agravaría el déficit actual. La monetaria, vía baja de tasas de interés, o la cambiaria, devaluando el tipo de cambio, impactarían sobre la inflación que se encuentra dentro de las más elevadas del mundo. Así, se podría continuar con varios de otros ejemplos que se exponen en el siguiente cuadro.

## Efecto colateral de corregir los desequilibrios heredados

Situación heredada	Acción correctiva	Impacto negativo en ...
<b>Actividad</b>		
<b>Estancamiento de la Actividad</b> (con alto nivel de empleo)	. Impulso fiscal: baja de impuestos o aumento del gasto	Déficit fiscal
	. Política monetaria expansiva: baja de tasas y aumento oferta de dinero	Inflación
	. Impulso exportador: devaluación	Inflación
<b>Fiscal</b>		
<b>Déficit elevado</b>	. Reducción del gasto público	Actividad
	. Aumento de impuestos	Presión tributaria
	. Endeudamiento	
<b>Gasto en niveles récord</b> (con alto componente inercial y automático)	. Reducir subsidios	Inflación
	. Menores transferencias discrecionales a provincias	Actividad
	. Ajustar obra pública	Actividad
<b>Subsidios elevados</b>	. Incrementar tarifas	Inflación, Actividad
<b>Presión tributaria récord</b> (+ puja distributiva Nación - provincias)	. Bajar impuestos	Déficit fiscal
	. Eliminar precopa 15% Anses	Déficit fiscal
<b>Cambiarlo + Externo</b>		
<b>Cepo</b> (+ Merc. de cambios no unificado)	. Devaluar y unificar tipos de cambio	Inflación
	. Endeudamiento	
<b>Reservas escasas</b>	. Mayor competitividad (devaluación)	Inflación
	. Mayor competitividad (devaluación)	Inflación
<b>Déficit de cuenta corriente</b>	. Frenar importaciones	Inflación, Actividad
	Tarifas (señal de precios)	Inflación
<b>Precios</b>		
<b>Inflación elevada</b>	. Moderar déficit fiscal	Actividad
	. Apreciar el tipo de cambio	Actividad
	. Incremento de tasas de interés	Actividad
<b>Tarifas atrasadas</b>	. Incremento de tarifas	Inflación, Actividad
<b>Tipo de cambio no competitivo</b>	. Mayor competitividad (devaluación)	Inflación

Fuente: LCG

**¿Se podía corregir todo con un shock? Sí, pero el riesgo** de un abordaje de estas características para la corrección simultánea de los desequilibrios **era amplificar la recesión y comprometer seriamente el frente político.** Con este tipo de acciones se sabe cómo se comienza, pero no cómo se termina.

Por eso, **el Gobierno optó por ir gradualmente y priorizar los frentes a atacar.** En primer término, abordó lo urgente: desmanteló el cepo, le dio mayor competitividad a la economía depreciando el tipo de cambio y engrosó las reservas internacionales. En segundo lugar, se concentró en la salida del *default*. Este es un paso clave ya que **el bajo nivel de endeudamiento permite financiar el gradualismo.**

**Con una economía que prácticamente no creció en los últimos 4 años, hacer una fuerte política fiscal contractiva no parece una opción deseable.** La aspiración del Gobierno en 2016 es disminuir los gastos (subsidios) pero también los ingresos (alivio de la presión impositiva). Este año no va bajar el rojo fiscal, por el contrario, el déficit va a aumentar.

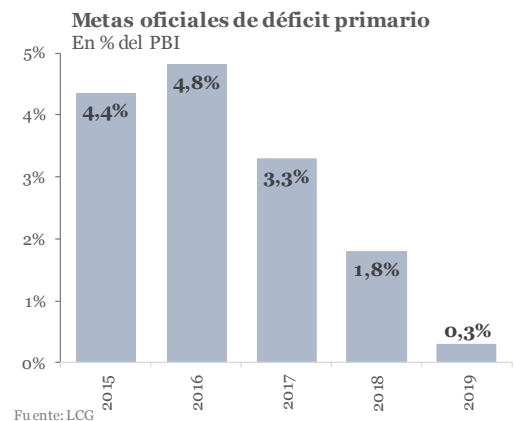
**El Ministro de Hacienda trazó una meta de mediano plazo de eliminación del déficit fiscal en 4 años. Sin embargo,** además del impacto sobre la actividad, de esta política fiscal contractiva **conlleva intrínsecamente una serie de dificultades para lograr su cumplimiento. Por ello entendemos que, por el momento, la cuestión fiscal estaría quedando relegada para la resolución de otros desequilibrios como el estancamiento económico y la inflación.**

## ¿Qué implica la meta fiscal del Ministerio de Hacienda?

A comienzos de año Prat Gay presentó una meta de convergencia hacia el equilibrio fiscal en 2019 partiendo de un déficit de 4,8% del PBI en 2016. Cómo se va a alcanzar esa meta es algo que se desconoce y **surgen dudas en relación a la factibilidad de alcanzarla y cuál es el esfuerzo en materia de ajuste de gasto implícito para lograrlo.**

La situación es más compleja si se tiene en cuenta que el principal componente del gasto, las jubilaciones y los programas de asistencia de la Anses (asignaciones familiares, asignación universal por hijo, etc.), crece automáticamente y no se puede modificar fácilmente en el corto plazo. Lo destinado en seguridad social representa casi la mitad de los gastos primarios. A su vez, el Gobierno Nacional **no tiene margen para incrementar la presión tributaria ya que se encuentra en niveles récord**, lo que impone un condicionante adicional al cumplimiento de la meta fiscal. Incluso, además de las rebajas de impuestos ya anunciadas durante 2016, deberá cederles recursos a las provincias<sup>1</sup>.

Teniendo en cuenta estas particularidades que afectan tanto a los gastos como a los ingresos y asumiendo un escenario macroeconómico<sup>2</sup> de estabilidad a partir de 2017 en el cual la economía crece (3% anual), la inflación se reduce (hasta alcanzar 10% en 2019) y el tipo de cambio se mantiene relativamente



<sup>1</sup> El Gobierno Nacional se comprometió con las provincias a cederles progresivamente el 15% de la preparticipación a ANSES.

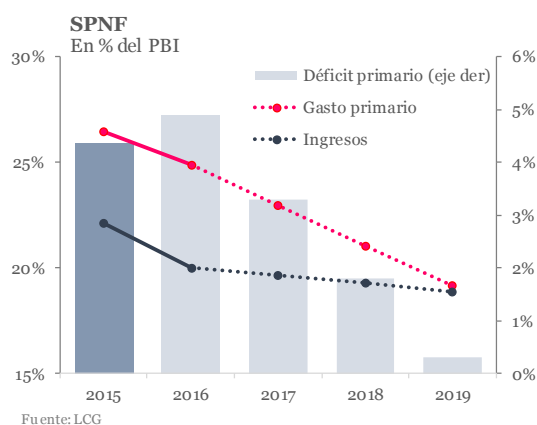
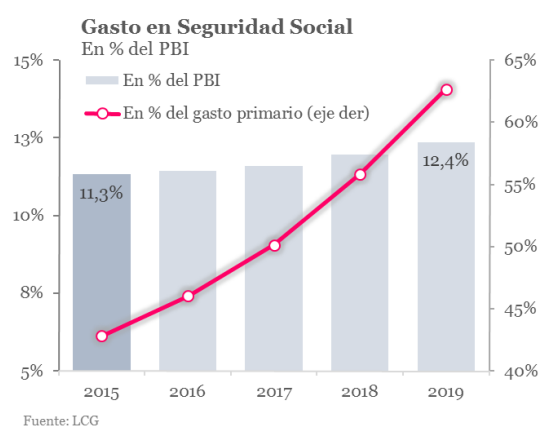
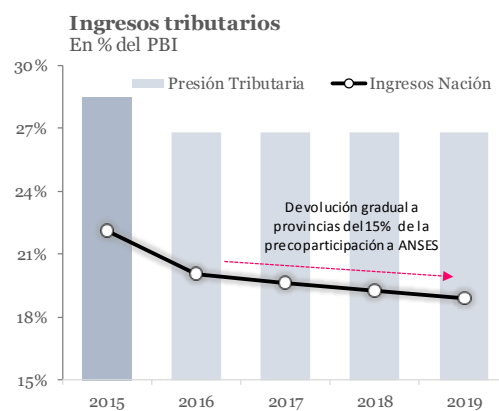
<sup>2</sup> Para 2016 estimamos una caída de 1,5% del PBI, inflación promedio de 36% y tipo de cambio promedio de 16,5 \$ / US\$.

estable, **veamos cómo deben ajustar los gastos para alcanzar la meta fiscal del gobierno.**

En nuestro ejercicio, asumimos que este año los recursos tendrán un crecimiento de 25% y a partir de 2017 consideramos que se mantiene la presión tributaria. Pero, como la Nación les cede a las provincias gradualmente el 15% de precoparticipación de la Anses, los ingresos tributarios de la Nación tendrán una caída gradual en términos del PBI.

Por otro lado, el gasto en seguridad social crecería en 2016 nada menos que 39% debido al incremento en la cantidad de beneficiarios de las Asignaciones Familiares anunciado por Macri a comienzos de este año<sup>3</sup>. Por el lado de las jubilaciones en 2016 impactan la movilidad jubilatoria (en torno a 30% ia) y el arrastre en las cantidades de la moratoria previsional realizada el año pasado. A partir de 2017 se asume un crecimiento del gasto previsional en función de la recaudación tributaria (movilidad jubilatoria) y un leve incremento en la cantidad de beneficiarios. En todo el período de análisis el gasto en seguridad social crece 1 pp del PBI y su incremento es positivo en términos reales. Esto se debe a que, por cómo está diseñado el coeficiente de ajuste de la movilidad, en escenarios de inflación decreciente el aumento de los haberes siempre resultará mayor a la inflación.

**La meta de Prat Gay es eliminar el déficit de 5% del PBI durante la gestión de Macri. Según nuestras proyecciones los ingresos tendrían una caída de casi 3 pp del PBI y los gastos en seguridad social crecerían 1 pp del PBI. Así, para alcanzar la meta, el resto de los gastos debería registrar una caída de casi 8 pp del PBI (casi 2 pp por año) y crecer siempre por debajo de la**



<sup>3</sup> En paralelo con la suba del MNI del impuesto a las Ganancias se anunció la modificación de las escalas de ingresos para percibir las asignaciones familiares, lo que implicará la incorporación de aproximadamente 1,2 millones de niños. El monto de las asignaciones familiares se actualiza en función de la movilidad previsional.



**inflación. Esto implica que el resto del gasto debería volver a los niveles de 2006-07 (7,4% del PBI).**

### Proyección AIF

2016-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ingresos</b>	22,1%	20,0%	19,8%	19,6%	19,4%
<b>Gasto Primario</b>	26,5%	24,9%	23,1%	21,4%	19,7%
Previsional	11,3%	11,4%	11,6%	12,0%	12,4%
Resto	15,1%	13,4%	11,5%	9,5%	7,4%
<b>Rdo. Primario</b>	-4,4%	-4,8%	-3,3%	-1,8%	-0,3%

Fuente: LCG

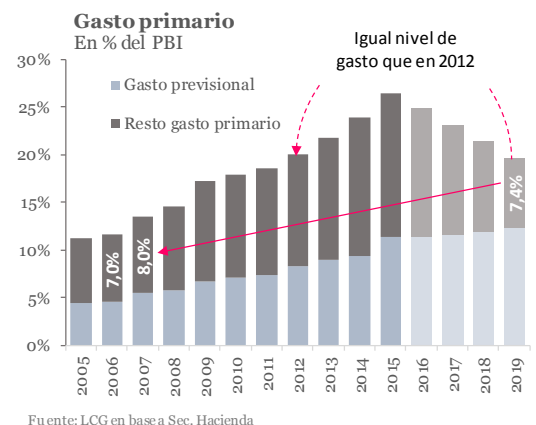
Exógenos

Ajuste

Meta oficial

**En 4 años deben reducirse a la mitad**

**¿Por dónde comenzar a recortar?** Abriendo el resto de los gastos sobresalen 3 componentes que son: subsidios (4,2% del PBI), gastos operativos y salarios (5,9% del PBI), y gastos de capital (3,0% del PBI). **No alcanza sólo con bajar los subsidios ya que representan 4,2% del PBI y el ajuste debería ser de 7,8%. Para peor, a pesar del fuerte incremento de las tarifas, los subsidios apenas bajarán menos de un 1 pp del PBI en 2016 (de 4,2% a 3,4%).** Debido a la alta participación que alcanzaron dentro de la estructura de ingresos de las empresas, en un contexto de costos crecientes, se hace muy difícil reducir este gasto. Por ejemplo, **si se quisieran eliminar en 2019 los subsidios, ajustándolos gradualmente por año**, las tarifas deberían tener un fuerte aumento cada año. En efecto, **en los próximos tres años las tarifas de gas y electricidad deberían cuadruplicarse (320% de aumento) y los boletos de trenes y colectivos duplicarse (+ 190%)** respecto de los niveles actuales post recientes aumentos.



### Ajuste necesario de tarifas para eliminar subsidios

2016-2019

	2015	2016	2017	2018	2019	Acum. 2017-19
<b>Energía (Gas y Electricidad)</b>						
Subsidios (% de PBI)	3,1%	1,9%	1,3%	0,6%	0,0%	
<b>Aumento tarifas</b>		<b>250%</b>	<b>89%</b>	<b>60%</b>	<b>38%</b>	<b>317%</b>
<b>Transporte *</b>						
Subsidios (% de PBI)	0,9%	0,8%	0%	0%	0%	
<b>Aumento tarifas</b>		<b>123%</b>	<b>56%</b>	<b>43%</b>	<b>30%</b>	<b>192%</b>
Resto sub. (en % PBI)	0,3%	0,8%	0,5%	0,2%	0,0%	
<b>Total</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,0%</b>	

Fuente: LCG en base a Ministerio de Economía

\* No incluye los giros a Aerolíneas Argentinas (se incluye en Resto).

En resumen, el Gobierno se propuso eliminar en 3 años un déficit primario de casi 5% del PBI. Como la presión tributaria se encuentra en niveles récord, sólo puede lograrlo bajando el nivel de gasto. Aquí se encuentra con una dificultad adicional que es que la mitad de los gastos crecen automáticamente y lo hacen a un ritmo superior en relación a los ingresos en un contexto de inflación decreciente. El resto de los gastos tiene que tener una fuerte caída en términos del PBI y volver a los niveles de casi una década atrás. Es decir, ajustar en 4 años lo que se aumentó en casi 10 años. Por eso, analizando los números pareciera prácticamente imposible que se alcance la meta fiscal. Otra de las conclusiones es que el gasto previsional pasaría a representar en 2019 2/3 de los gastos primarios lo que representa una clara señal de la inconsistencia de la meta y una alerta sobre la sostenibilidad del Sistema Previsional argentino.

Por otro lado, no hay que minimizar el impacto en la actividad económica de la política fiscal contractiva. Eliminar el déficit fiscal de 5% del PBI en sólo 3 años (ya que 2016 terminaría con ese déficit) implica quitarle al crecimiento económico más de 1,5% por año. El sector

privado debería tener un crecimiento de 4,5% para que la economía crezca al 3% anual. Teniendo en cuenta estas dificultades analizaremos cuán sostenible es un déficit mayor y cuáles son las necesidades de financiamiento y el impacto en los indicadores de la deuda pública para cubrir ese rojo fiscal.

## ¿Es sostenible un déficit mayor?

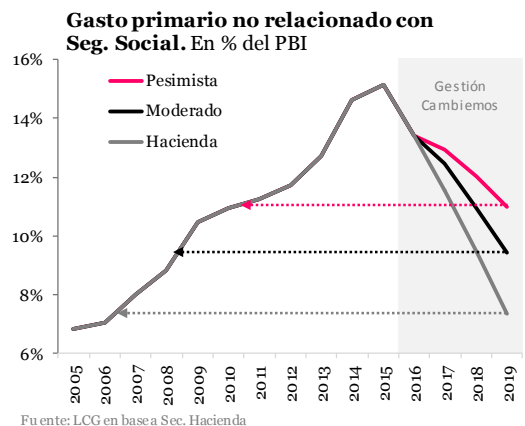
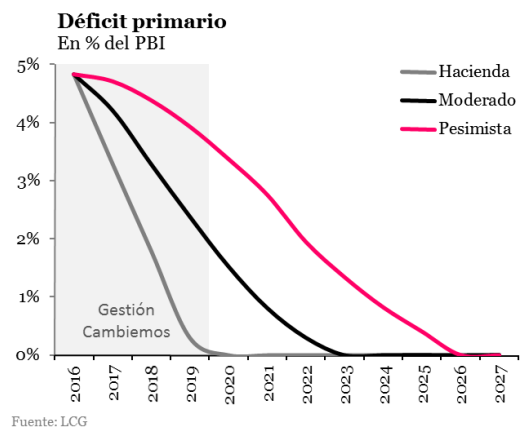
Dadas las dificultades mencionadas para alcanzar la meta del Ministerio de Hacienda **presentamos 2 escenarios alternativos. Uno pesimista** en el cual la Nación no logra bajar el nivel de gasto público y convive con un déficit superior a 4% del PBI durante los próximos 4 años. **Y otro escenario moderado** (es nuestro escenario base más probable) en el cual el gobierno logra reducir el nivel de gasto, pero a un menor ritmo que el propuesto.

Asumiendo un crecimiento igual de los ingresos y del gasto en seguridad social, **la diferencia entre los 3 escenarios es la velocidad de ajuste del gasto público.** En el escenario del Ministerio de Hacienda en 4 años el gasto primario no relacionado a la seguridad social tiene que caer 8 pp del PBI, en nuestro escenario 6 pp y en el pesimista 4 pp.

**La sostenibilidad de una economía con déficit depende de varios factores, pero uno de los más relevantes es la posibilidad de financiar ese déficit con endeudamiento. Sin embargo, esta es una herramienta que no puede utilizarse ilimitadamente en el tiempo.** Como ha ocurrido en varias oportunidades en nuestra historia, la corrección del déficit puede no ser gradual y terminar siendo impuesta por la incapacidad de obtener financiamiento. Esto suele suceder cuando emergen las dudas sobre la solvencia de la economía para afrontar sus compromisos.

## labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)



Por ello, **identificamos una serie de indicadores relevantes para analizar la sostenibilidad fiscal.** Los indicadores elegidos son: resultado primario en términos del PBI, ratio deuda/PBI e intereses/PBI y gap financiero (emisión de deuda) como % del PBI.

Para elaborar el programa financiero de los próximos años supusimos lo siguiente:

- Si bien nos concentramos en analizar lo que ocurre en los próximos 4 años, alargamos el plazo de análisis hasta 2027. En el escenario del Ministerio de Hacienda suponemos equilibrio fiscal primario desde 2020 en adelante, en el moderado el déficit se reduce gradualmente hasta alcanzar el equilibrio en 2023 y en el pesimista el equilibrio se logra recién en 2026.
- El escenario macro (crecimiento del 3% anual, inflación desacelerando hasta un mínimo de 5% anual y tipo de cambio real estable) se mantiene para los años posteriores a 2019.
- La deuda intrasector público y los vencimientos de capital con Organismos Internacionales se refinancian.
- En 2016 el BCRA sólo le transfiere al Tesoro fondos por \$ 160 MM por el resultado cuasifiscal y Adelantos Transitorios y a partir de 2017 sólo lo financia con Adelantos Transitorios.
- Las rentas del FGS adicionales a las generadas por la tenencia de títulos públicos las fijamos en valores nominales y van perdiendo valor con el pasar de los años.
- Las necesidades financieras en dólares serán afrontadas con nueva deuda a 10 años a una tasa fija del 8% y las necesidades en pesos a 3 años con una tasa de interés variable equivalente a 2 pp en términos reales.

Como mencionamos, al 2016 lo suponemos igual para los 3 escenarios (tanto en términos de resultado como de financiamiento). Con un déficit primario neto de rentas de 4,8% del PBI el Tesoro tendrá que afrontar vencimientos de deuda por 5,1% y pagarles a los *holdouts* que implica 2,1% del PBI. En total las obligaciones brutas de 2016 equivalen a 12% del PBI.

El Tesoro contaría con fuentes por 5,1% del PBI entre refinanciamientos con el sector público y Organismos Internacionales y asistencia del BCRA. Por lo tanto, **en 2016 el Tesoro necesita financiamiento neto por 6,9% del PBI. Esto representa US\$ 30 MM. La mitad es en dólares de los cuales US\$ 10 MM son para pagarles a los holdouts.** La emisión para cubrir la brecha financiera y la devaluación del tipo de cambio, elevan el ratio deuda/ PBI de 43% en 2015 a 55% en 2016<sup>4</sup>.

### Programa financiero

2016

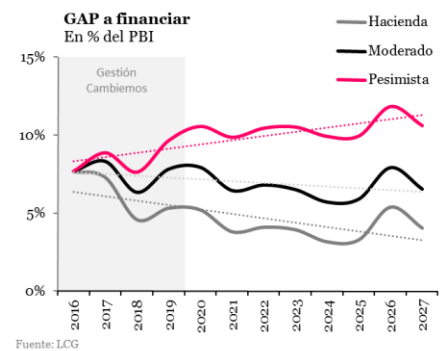
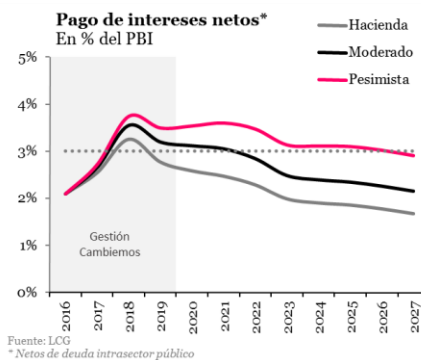
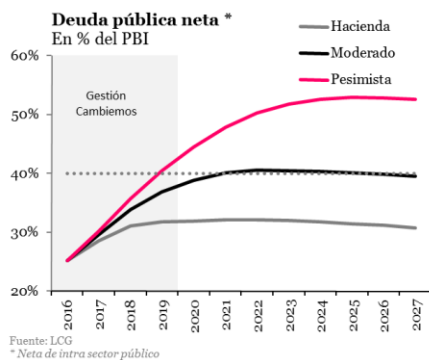
	En Pesos		En moneda extranjera		TOTAL	
	\$ MM	% PBI	US\$ MM	% PBI	US\$	% PBI
<b>NECESIDADES</b>	<b>557</b>	<b>7,5%</b>	<b>21,7</b>	<b>4,5%</b>	<b>58,2</b>	<b>12,0%</b>
<b>1. Déficit Primario</b>	<b>358,6</b>	<b>4,8%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>23,5</b>	<b>4,8%</b>
<b>2. Vencimientos de deuda</b>	<b>198,3</b>	<b>2,7%</b>	<b>11,7</b>	<b>2,4%</b>	<b>24,7</b>	<b>5,1%</b>
Capital	146,0	2,0%	6,1	1,3%	15,7	3,2%
Intereses	52,4	0,7%	5,6	1,2%	9,1	1,9%
<b>3. Holdouts</b>			<b>10,0</b>	<b>2,1%</b>	<b>10,0</b>	<b>2,1%</b>
<b>FUENTES</b>	<b>302,2</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0%</b>	<b>24,8</b>	<b>5,1%</b>
<b>1. BCRA</b>	<b>160,0</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>10,5</b>	<b>2,2%</b>
Cuasifiscal	74,0	1,0%			4,8	1,0%
Adelantos transitorios	86,0	1,2%			5,6	1,2%
<b>2. ANSES</b>	<b>35,2</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5%</b>
<b>3. ROLL OVER</b>	<b>107,0</b>	<b>1,4%</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0%</b>	<b>12,1</b>	<b>2,5%</b>
Intra Sector Público	107,0	1,4%	2,7	0,5%	9,7	2,0%
Org. Internacionales			2,4	0,5%	2,4	0,5%
<b>GAP a financiar</b>	<b>254,7</b>	<b>3,4%</b>	<b>16,7</b>	<b>3,4%</b>	<b>33,4</b>	<b>6,9%</b>

Fuente: LCG

Bajo nuestros supuestos macroeconómicos, en el escenario del Ministerio de Hacienda, la deuda total del sector público se mantiene estable en 60% del PBI y comienza a caer cuando el Tesoro equilibra sus cuentas a partir de 2019. La deuda

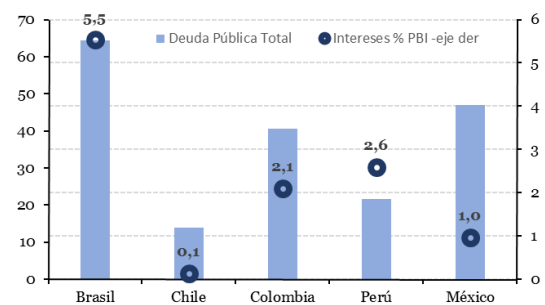
<sup>4</sup> La emisión neta de deuda equivale 4,9% del PBI. La devaluación del tipo de cambio, reduciendo el PBI en dólares explica el resto del aumento del ratio deuda / PBI.

netas<sup>5</sup> relevante aumenta 10 pp y se ubicaría en torno a 30% del PBI. Los intereses se mantienen en 3% del PBI, a pesar de que a partir de 2018 comenzaría a pagarse el cupón de PBI. Después caen hasta converger en 1,5% del PBI. Y, finalmente, las necesidades financieras netas se ubican en torno al 5% del PBI (comienza en los dos primeros años en 7% y luego decrece).



En el escenario moderado los indicadores de deuda se mantienen estables y no se encendería ninguna señal de alerta. La deuda pública neta se ubicaría sólo 10 pp por encima del escenario de Hacienda en 2019 y no superaría 40% del PBI que podría definirse como un umbral a no sobrepasar. El pago neto de intereses sería 0,5 pp del PBI superior en relación al escenario del Ministerio de Hacienda y con una tendencia decreciente a pesar de estar financiando un mayor déficit fiscal. Países con niveles de deuda similares afrontan pagos de intereses del orden del 2% del PBI. El gap a financiar sería 2,5 pp superior y también tendrían una tendencia decreciente. En cambio, en el escenario pesimista se observa que los indicadores de deuda se deterioran más rápidamente. Sobre todo, las necesidades de financiamiento que son crecientes y alcanzan niveles semejantes a los de los finales de la Convertibilidad.

### Deuda Pública Total Como % del PBI



Fuente: LGC en base a FMI

En resumen, de este ejercicio se observa que **en el escenario del Ministerio de Hacienda la deuda cae en relación**

<sup>5</sup> Es la deuda que flota en el mercado neta de las tenencias de la Anses.

**al PBI y tanto los intereses como las necesidades financieras son bajas y decrecientes.** La meta del Ministerio de Hacienda implícitamente determina desendeudarse en un contexto en el cual el país se encuentra desendeudado. *A priori*, analizando los indicadores de deuda y el ritmo de actividad económica no tiene mucho sentido hacer un aterrizaje tan forzado del déficit fiscal. Que, por otro lado, es prácticamente imposible de alcanzar por la fuerte caída del gasto que contempla.

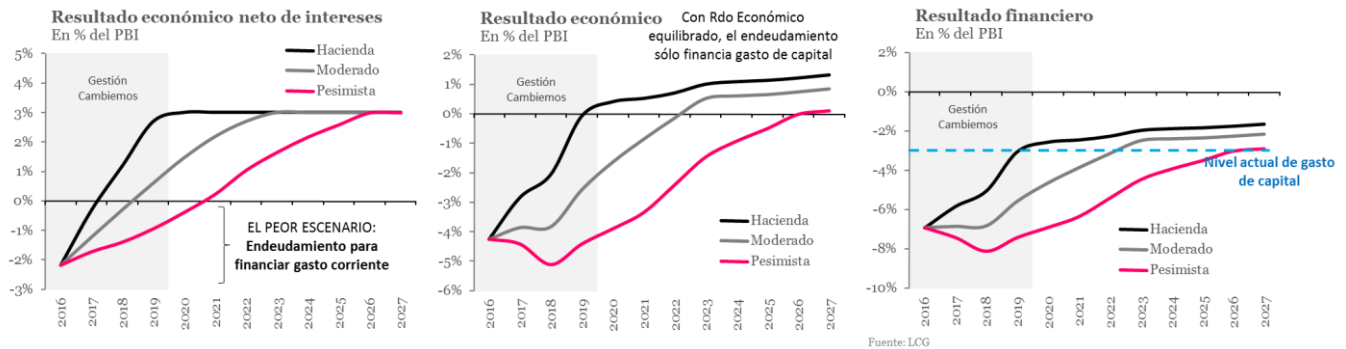
**En el otro extremo, en el escenario pesimista se observa que los indicadores de sostenibilidad de la deuda se disparan.** Esto claramente explica que, **aunque el país se encuentre muy desendeudado, no se puede vivir eternamente con déficit ni financiar con deuda el pago de intereses.** Finalmente, **en el escenario moderado los indicadores de deuda se mantienen estables y no se avizorarían riesgos.** Desde el punto de vista financiero serviría para justificar que el fuerte ajuste del gasto se podría demorar un poco más.

**El endeudamiento no es bueno ni malo por sí mismo. La cuestión es para qué se usa. En un mundo ideal el endeudamiento debería ser la herramienta que permita generar ingresos futuros.** Por ejemplo, financiando el gasto de capital que mejora la infraestructura del país y lo hace más competitivo. **En un segundo nivel, se podrían refinanciar con deuda el pago de los intereses.** Esto se podría hacer temporalmente o siempre que la tasa de crecimiento del país sea superior a la tasa de interés, caso contrario se comienza a hacer una “bola de nieve” con la deuda. **El peor escenario es aquel en el cual se financia el gasto corriente<sup>6</sup> con endeudamiento. Lamentablemente (y de forma inevitable) este año se tiene que financiar con**

---

<sup>6</sup> El gasto corriente está compuesto por el pago de salarios, jubilaciones, programas de complementación de ingresos (asignaciones) y asistencia social y los subsidios económicos.

**endeudamiento 2% del PBI.** Dado los niveles actuales de deuda es un “lujo” momentáneo que el país puede darse. Pero esta situación no es sostenible en el tiempo.



**En una primera instancia, el gobierno debería ir a un objetivo en el cual el gasto corriente no se financie con endeudamiento** y sólo se utilice esta herramienta para afrontar el pago de intereses y el gasto de capital. Esto es que el resultado económico sin considerar el pago de intereses sea mayor a cero. **En una segunda etapa, debería propender a afrontar el pago de intereses sin necesidad de recurrir a la utilización del endeudamiento.** Alcanzar que el resultado económico (incluyendo el pago de intereses) sea positivo. Si el resultado económico se encuentra en equilibrio, el endeudamiento sólo se destina a financiar el gasto de capital. Esto es igual a lograr que el déficit financiero no supere el 3% del PBI considerando los niveles actuales de gasto de capital.

Que un mayor déficit en relación al escenario del Ministerio de Hacienda pueda ser financiable no implica que no haya que

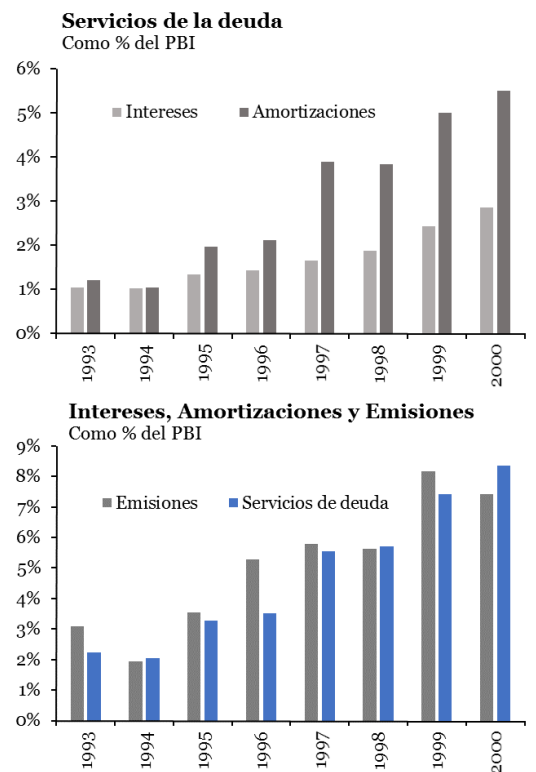


postergar indefinidamente la reducción o reestructuración de los gastos y subestimar los riesgos fiscales. **Argentina es un adicto no recuperado en materia de déficit fiscal financiado con endeudamiento. El desendeudamiento actual puede resultar muy tentador para despertar esa adicción.** En los 90s los indicadores de deuda también eran sólidos (deuda/ PBI en 30% e intereses por debajo del 2% del PBI) pero cuando comenzaron a financiarse los intereses con deuda, las amortizaciones empezaron a crecer; florecieron dudas acerca de la capacidad de pago; se acortó el plazo del endeudamiento por esa incertidumbre; las amortizaciones fueron cada vez mayores y se produjo una bola de nieve con el desenlace conocido.

## Los riesgos latentes

El análisis previo se centra en una perspectiva *ex ante*, y muestra que, en un contexto de reducción gradual del déficit y crecimiento económico, el bajo nivel de endeudamiento del cual se parte permitiría un financiamiento sostenible. Más allá de esta conclusión, no se deberían perder de vista algunas cuestiones muy relevantes en materia de trayectoria fiscal.

**Por lo pronto, este enfoque apriorístico no está exento de riesgos: con un déficit fiscal primario muy abultado como punto de partida (6% del PBI al consolidar Nación y provincias), nada garantiza que durante el proceso no surjan dudas con respecto a la capacidad política para sostener el ajuste gradual del déficit a lo largo del tiempo,** especialmente si se complica el frente político doméstico. Esto puede suceder tanto por una caída en la imagen pública del gobierno o bien por un endurecimiento en la relación con la oposición, especialmente con una coalición



Fuente: LCG en base a datos de Secretaría de Hacienda

de gobierno que apenas cuenta como propio al 20% del Senado y al 35% de los Diputados. En este sentido, **entendemos que el Gobierno no debería extrapolar automáticamente a futuro el rotundo éxito que obtuvo en el tratamiento legislativo de la ley referida a los *holdouts***. Las razones son múltiples: 1) las urgencias fiscales de muchas provincias estimularon el ánimo cooperativo de los legisladores del PJ, 2) era costoso oponerse a un gobierno recién asumido y con muy buena imagen pública, 3) un peronismo sin un jefe claro favoreció los acuerdos descentralizados, a lo que se sumó la fractura interna del FpV. **Es de esperar que cuando las elecciones legislativas de 2017 comiencen a despuntar en el horizonte y el peronismo empiece a reordenarse, la relación con la oposición se complejice**<sup>7</sup>. De hecho, **la foto reciente de toda la oposición parlamentaria junto con las cinco centrales sindicales por la modificación del Impuesto a las Ganancias y la destrucción de empleo es una clara señal en este sentido, una vez terminada la “luna de miel” con el gobierno por la fuerte suba en las tarifas.**

**Una segunda fuente de riesgos se vincula con la dinámica en materia de crecimiento económico.** La apuesta del gobierno es que el ingreso de financiamiento externo, una vez cerrado el eterno conflicto con los *holdouts*, sea el cebador de la bomba del crecimiento económico en el segundo semestre. Más allá de las expectativas oficiales, **la mutación de un crecimiento basado en el consumo a uno centrado en la inversión no resulta una tarea nada sencilla**: mientras el consumo privado representa más de 2/3 del PBI, la participación de la inversión se ubica en torno al 20%. De esta forma, la inversión requerirá de un salto discreto para compensar la contracción del consumo privado derivado de la

---

<sup>7</sup> Con el agravante de que, en el caso de Massa, la falta de responsabilidades de gobierno en provincias (no cuenta con ningún gobernador “propio”) exacerbe sus demandas, como ya se empezó a traslucir en el caso de la modificación del Impuesto a las Ganancias.

caída del salario real y las altas tasas de interés. Con una situación fiscal apretada, el impacto de la obra pública recién se empezará a notar, en el mejor de los casos, hacia finales de este año. **Y el impacto del ingreso de capitales sobre la actividad económica no resulta obvio.** Con un mercado interno en retracción y un Tipo de Cambio Real que empieza a quedar ajustado, es de esperar que el ingreso de Inversión Extranjera Directa se manifieste mucho más en fusiones y adquisiciones que en términos de nuevos proyectos de inversión, lo que atenúa el efecto dinamizador sobre la actividad económica. Probablemente algunos sectores no transables (telecomunicaciones, logística, infraestructura, etc.) sean las excepciones, junto con los fondos que podrá captar el agro a partir de la mejora en la rentabilidad derivada del mejor tipo de cambio y de la baja de las retenciones, pero no parecen suficientes para compensar al resto de los sectores. Por su parte, los ingresos financieros de corto plazo para aprovechar el atractivo que representan las altas tasas de interés pueden aliviar la restricción externa, pero su canalización hacia el financiamiento a empresas o individuos tampoco resulta sencilla. En última instancia, **la fe ciega de que la “confianza” por sí sola va a cebar la bomba del crecimiento económico luce más como una expresión de buenos deseos que como una posibilidad cierta.**

**La tercera fuente de incertidumbre se vincula con la difícil situación de partida en materia fiscal:** aun con todos los aumentos de tarifas anunciados, el déficit financiero<sup>8</sup> del consolidado Nación-Provincias será incluso mayor al del año pasado y rondará 8% del PBI. Como mencionamos, los profundos desequilibrios económicos heredados y un estancamiento que ya lleva cuatro años llevó al Gobierno a ensayar, con buen criterio, un abordaje gradual del problema fiscal para no profundizar la contracción de la actividad económica. Si bien el bajísimo nivel de endeudamiento del que se

---

<sup>8</sup> El resultado financiero es el resultado primario más el pago de los intereses de la deuda.

parte da margen de maniobra para financiar por un tiempo esta transición, tiene que quedar bien en claro que el objetivo de mediano plazo es una reducción del desequilibrio fiscal. Y el problema del gasto no es sólo por su enorme peso en la economía (la suma de Nación, Provincias y Municipios se ubica apenas por debajo del 50% del PBI), sino también por su mala composición: es muy alta la participación de los subsidios – incluso después de los ajustes anunciados-, un gasto “evanescente” que se esfuma año tras años, y de los salarios.

**Para un país con la desordenada historia en materia fiscal como la Argentina, convencer a los mercados de que efectivamente se trata de una transición requerirá un gran esfuerzo por parte del Gobierno. En este sentido, los primeros objetivos planteados por las autoridades económicas (inflación del 25% en 2016, 4,8% de déficit primario este año y equilibrio fiscal primario en 2019) no son el mejor de los comienzos, ya que el casi seguro incumplimiento de esas metas afecta la credibilidad a futuro. Así, resulta preferible que el Gobierno dé señales claras de un sendero convergente en materia fiscal de largo plazo, pero planteando metas realistas y cumplibles.**

**Por caso, no se puede descartar que en algún tiempo el sector privado empiece a plantear sus dudas con respecto al financiamiento del déficit. ¿Por qué lo que no se hizo en 2016 en materia fiscal se va a poder hacer en 2017?, máxime cuando el oficialismo enfrentará unas elecciones legislativas cruciales. ¿Qué pasará si la economía no crece lo que espera el Gobierno?, ¿estará dispuesto a adoptar una política fiscal contractiva ante dicho escenario? En otros términos, ¿por qué esta vez va a ser diferente? Históricamente, las correcciones fiscales en Argentina sólo se pudieron implementar en contextos de crisis, por lo que el enfoque gradualista obliga a sobrereactuar el compromiso de adoptar un comportamiento responsable a**

**futuro.** Caso contrario, el desequilibrio fiscal podrá financiarse mientras los mercados financieros estén dispuestos a apostar por Argentina, pero el problema de fondo se mantendrá latente y en algún momento terminará por emerger a la superficie.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.