

OVERVIEW

Edición Nº 820

16 de octubre de 2007

TEMARIO

- Aferrarse al modelo
- Recaudación y gasto público: pareja desapareja III



Propietarios y Directores

Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo



M&S Consultores

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Iñaki Aldasoro
Cecilia Bastarrica
Edgardo Cenzone
Facundo Martínez
Karina Pizarro
María Sahores

Asistente

Magali Gómez Kort

RESUMIENDO

La política económica oficial de corte “distribucionista” sigue operando a pleno. Lo hará hasta las elecciones y probablemente hasta el 10 de diciembre. Hay dos nuevos instrumentos: el “acuerdo” con los comercios para bajar precios y el “acuerdo” con los bancos para bajar las tasas de interés. El interrogante es si el gobierno, en especial Cristina Fernández como candidata a ser la próxima Presidente, cree en serio que estas medidas sirven. Si fuera así, sería una mala noticia.

La suba de la tasa de inflación tiene raíz macroeconómica y es consecuencia del modelo distribucionista que rige desde 2005. El control de precios es una estrategia que hubiera servido para aplacar por un tiempo las expectativas inflacionarias en 2006 si simultáneamente se hubiera moderado la política macroeconómica. Pero ya dio todo lo que podía dar.

Las tasas de interés pasivas se mantuvieron claramente por debajo de la inflación hasta agosto pasado. El ahorrista toleraba esta negatividad mientras percibía que la tasa de interés en dólares era positiva. Pero a partir de la turbulencia en los mercados internacionales, en la Argentina se inició un proceso de dolarización de portafolio que todavía no se ha detenido. Los dólares del superávit comercial no alcanzan para cubrir la demanda de divisas y el Banco Central tiene que intervenir vendiendo.

Hasta julio el BCRA compraba el excedente de dólares y emitía pesos. El desafío de política monetaria era cómo esterilizar una parte para que la liquidez no rebalsara. Por el contrario, desde agosto vende dólares y absorbe pesos. El nuevo desafío de política monetaria es cómo reinyectar liquidez (desesterilizando Lebac y otorgando pases activos a los bancos) sin que esto realmente la demanda de divisas. Mientras no se pare el proceso de dolarización y el BCRA siga vendiendo dólares, no hay chance de que bajen genuina y permanentemente las tasas de interés. Inyectar liquidez en la Argentina, con 15% de inflación y ahorristas que se cubren comprando dólares, se puede hacerlo sólo en dosis pequeñas sino significa echar más leña al fuego.

La realidad es que hay síntomas cada vez más evidentes de que se requiere apaciguar la “fiesta económica” 2005 – 2007 del consumo súper cebado y los precios pisados. Es un callejón con salida pero que impondrá modificaciones en la política económica. Aunque se intente reciclar la continuidad, en algún momento habrá que reformar el programa. Controlar precios o fijar las tasas de interés es intentar aferrarse a una etapa económica que está agotada.

El tránsito de la economía por tres años de “distribucionismo” ocasionó un conjunto de desacoples en el andamiaje macroeconómico. Hubo parejitas de variables macro que se fueron disociando. En este OVERVIEW, se evaluará la parejita recaudación – gasto público.

Un sello distintivo del “distribucionismo” es la explosión del gasto público. Hasta 2004 el peso del gasto del sector público nacional se mantuvo constante en torno a 13,5 / 13,7% del PBI, parecido a 2001. Pero a partir de ahí inició un ascenso imparable. En 2007 ya se ubica en 17,7%. La consecuencia fue la vertiginosa declinación del superávit fiscal. La recaudación sigue creciendo a buen ritmo pero a esta escalada del gasto “no

hay con qué darle”. **En 2007 el fisco ahorra la misma cantidad de pesos que en 2004 a pesar de que la recaudación subió 100%**. Como porcentaje del PBI, el superávit cayó de 3,9 a 2,3%.

¿Cómo luce el escenario fiscal para 2008? Por el lado de la recaudación, las perspectivas son buenas. No crecerá más de 30% como lo hace este año pero sí tiene chance de subir más de 20%. Es un incremento mayor al previsto en el Presupuesto, aun subir ningún impuesto. Será una **suba impulsada** por la fuerte inercia que trae el nivel de actividad y la masa salarial, el efecto de la inflación y la suba de los precios internacionales. La misma tasa de inflación ayuda a que suba la recaudación pero esta no es una dinámica virtuosa para confiarse; puede darse vuelta en algún momento.

Aun con la recaudación subiendo a buen ritmo entre 20 y 25%, alcanzar la meta de superávit primario oficial de 3,15% del PBI **implicaría que el gasto público tenga que subir 20% contra 45% que sube este año**. Significaría una suba de alrededor de \$ 27.000 M. **Pero hay aumentos de gasto por aproximadamente \$ 20.000 M que están comprometidos:** alrededor de \$ 12.000 M de la seguridad social (por las inercias de 2007 y la segura suba de haberes de 2008), aproximadamente \$ 5.000 M en sueldos (para compensar la inflación) y \$ 3.000 M por transferencias a las provincias. Para no sobrepasar el tope de aumento de \$ 27.000 M que estimamos necesario para alcanzar el superávit primario meta, el resto del gasto no podría subir más de \$ 7.000 M. Esto significa que **en 2008 el gasto en subsidios y obra pública podría subir apenas 13% contra 53% de 2007**. Por lo tanto, el año que viene se reducirán los subsidios a la energía y al transporte o bien se parará la obra pública o bien el superávit no será 3,15%.

Antes de “meter mano” para desacelerar el gasto público, el gobierno **subirá las retenciones al campo. Una suba de 10 puntos sobre los cereales y las oleaginosas** implicaría recaudar \$ 5.000 M más en 2008. Con este ingreso adicional, el año que viene el próximo gobierno tendría la chance de aumentar el gasto en subsidios y obra pública 20%: más que el 13% posible sin subir los impuestos pero menos que el 53% de 2007. **2008 será un año de tironeo fiscal entre las retenciones y la recaudación por un lado y los subsidios y la obra pública por el otro.**

Como balance final para 2008, lo más probable es que la recaudación siga subiendo a buen ritmo, reforzada con una suba de las retenciones y que la suba del gasto se desacelere algo pero no lo suficiente como para retornar a un superávit primario de 3 puntos del PBI. Por segundo año consecutivo, el superávit de caja empezará con 2.

La declinación del superávit primario explica por qué el Tesoro tiene que seguir colocando deuda y por qué no puede ayudar más al BCRA a sostener el dólar. El superávit primario del Tesoro no alcanza para pagar la cuenta de intereses de la deuda. **No es una situación financiera grave comparada con otros momentos del pasado**. Pero hay dos puntos de conflicto a tener en cuenta. El primero que hay que conseguir faltantes, a priori manejables pero en un mercado internacional de capitales menos fluido y más caro. El segundo punto es que los números indican que la Argentina está con **alta capacidad de pago** pero al mismo tiempo la sensación entre los inversores es que muestra **baja voluntad de pago**. Con un superávit fiscal de 3 puntos, un arreglo con el Club de París y los hold – out y el respeto de la cláusula de ajuste en CER, la Argentina lograría una mayor inserción en los mercados. Pero no es clara la posición del próximo gobierno.

LO MÁS IMPORTANTE

Aferrarse al modelo

La política económica oficial de corte “distribucionista - consumista” sigue operando a pleno. Lo hará hasta las elecciones y probablemente lo siga haciendo hasta el 10 de diciembre.

La macroeconomía viene funcionando con un tipo de cambio más retrasado contra precios y costos, un agresivo incentivo a subir los salarios aun con la inflación acelerándose, un festival de subsidios al consumo, un salto de las importaciones superior al de las exportaciones, la vertiginosa caída del superávit fiscal primario por la explosión del gasto público y tarifas públicas en valores “ridículos”. **Esta es la pintura actual del “distribucionismo”.**

Los últimos dos instrumentos del esquema oficial a dos semanas de las elecciones son: el **“acuerdo” con los comercios** para rebajar 5% los precios de algunos productos y el **“acuerdo” con los bancos** para reducir las tasas de interés de los préstamos.

El **gran interrogante** es si el gobierno, en especial Cristina Fernández como candidata a ser la próxima Presidente, **crea en serio** que estas medidas sirven y tendrán impacto económico. Si fuera así, sería una mala noticia.

La suba de la tasa de inflación tiene raíz macroeconómica y es consecuencia del modelo distribucionista que rige desde 2005. El control de precios es una estrategia que hubiera servido para aplacar por un tiempo las expectativas inflacionarias en 2006 si sultáneamente se hubiera moderado la política macroeconómica. Pero ya dio todo lo que podía dar. A esta altura, los recientes acuerdos (que se cerraron de apuro) ni siquiera reeditarán electoralmente en términos de votos.

Las **tasas de interés pasivas** se mantuvieron claramente por debajo de la inflación hasta agosto pasado. El ahorrista toleraba esta negatividad e igual realizaba colocaciones a plazo fijo en los bancos mientras percibía que la tasa de interés en dólares era positiva (o sea, que el tipo de cambio perdía contra la inflación y que nominalmente la expectativa fuera a la baja).

Pero a partir de la turbulencia en los mercados internacionales de crédito, en la Argentina **se inició un proceso de dolarización de portafolio que todavía no**

se ha detenido. Continúa una demanda hormiga de divisas con caída de depósitos a plazo fijo en pesos y traspaso de depósitos de pesos a dólares. El ingreso de dólares del superávit comercial no está alcanzando para cubrir la demanda de divisas y el Banco Central tiene que intervenir vendiendo.

Según la última información oficial publicada, desde mediados de septiembre y hasta el 5 de octubre **el Banco Central vendió US\$ 309 M, a razón de US\$ 100 M por semana.** Desde que se produjo la turbulencia internacional, vendió en ocho de las últimas diez semanas (ver cuadro 1). Además, está vendiendo divisas a diversos plazos en el mercado futuro.

Cuadro Nº 1

EL BANCO CENTRAL SIGUE VENDIENDO DÓLARES

En millones de dólares

Julio	<i>I sem.</i>	130	}	Compró
	<i>II</i>	300		
	<i>III</i>	180		
	<i>IV</i>	-74		
Agosto	<i>I sem.</i>	-110	}	Vendió
	<i>II</i>	-200		
	<i>III</i>	-220		
	<i>IV</i>	-235		
Septiembre:	<i>I sem.</i>	20	}	Continúa la dolarización de portafolio
	<i>II</i>	232		
	<i>III</i>	-69		
	<i>IV</i>	-153		
Octubre:	<i>I sem.</i>	-87		

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

Hasta julio, el BCRA compraba el excedente de dólares y emitía pesos. El desafío de política monetaria era cómo esterilizar una parte para que la liquidez no rebalsara. Por el contrario, **desde agosto** vende dólares y absorbe pesos. El nuevo desafío de política monetaria es cómo reinyectar liquidez sin que esto realmente la demanda de divisas (desesterilizando Lebac y otorgando pases activos a los bancos).

La política de reinyección de pesos fue efectiva para bajar la tasa de interés de préstamos a cortísimo plazo entre bancos (call). Pero **no surte efecto para bajar las tasas para colocaciones a plazos más largos**, que siguen altas. La

tasa que pagan los bancos para captar una colocación a plazo fijo de más de \$ 1 M (“Badlar”) se ubica en torno a 12,5 / 13% anual cuando hasta julio rondaba 8 / 8,5%. Por su parte, la tasa de las Lebac a un año en el mercado secundario oscila entre 15 y 16%. El costo de los préstamos hipotecarios arbitró con la TIR de los títulos públicos.

Mientras no se pare el proceso de dolarización hormiga y el BCRA siga vendiendo dólares, no hay chance de que bajen genuina y permanentemente las tasas de interés.

La política de reinyectar liquidez sin que el proceso de dolarización se haya detenido es una medida por lo menos tensionante. **No es lo mismo inyectar liquidez para bajar las tasas en la Argentina que en EE.UU..** Hacerlo en una economía con 2% anual de inflación y donde los ahorristas se protegen de la mayor volatilidad comprando bonos del propio Tesoro es totalmente distinto que hacerlo en la Argentina, con 15% de inflación (y síntomas de aceleración) y con ahorristas que se cubren comprando dólares. Es más forzado.

Los “acuerdos” gestados por el gobierno son irrelevantes para el andar de la macroeconomía. La realidad es que hay síntomas cada vez más evidentes de que se requiere **apaciguar la “fiesta económica” 2005 – 2007** del consumo súper cebado y los precios pisados.

El desafío para el próximo gobierno es hacerlo sin enfriar el nivel de actividad (si se regula el cebador) y sin provocar un salto más grande de la inflación (si se levanta el pie de algunos precios). Es un callejón con salida pero que impondrá modificaciones en la política económica.

Aunque se intente reciclar la continuidad, en algún momento habrá que reformar el programa. Controlar precios o fijar las tasas de interés es intentar aferrarse a una etapa económica que está agotada.

Pareja desapareja III: recaudación y gasto público

El tránsito de la economía por tres años de “distribucionismo” ocasionó un conjunto de **desacoples** en el andamiaje macroeconómico.

En el trienio **2005 – 2007** hubo un conjunto de **parejitas de variables macro que se fueron disociando**. Son parejas desaparejas. O sea, una variable del par

crece mucho más rápido que la otra y genera incertidumbre cuando se extrapola esta dinámica hacia delante.

Las parejas relevadas son: **i)** exportación – importación, **ii)** precios – salarios, **iii)** recaudación – gasto público, **iv)** tipo de cambio – costos empresarios, **v)** oferta y demanda de dólares – oferta y demanda de pesos, **vi)** consumo – inversión.

En **OVERVIEW** N° 818, se evaluó la pareja despareja **exportación – importación**. Esta última está creciendo muy rápido y abre dos frentes en el programa económico: la tendencia declinante del superávit comercial y la creciente amenaza importadora sobre la producción local.

En **OVERVIEW** N° 819 se analizó la pareja **precios - salarios**. Una de las consecuencias más evidentes de los años de “distribucionismo” es **la inflación más alta**. Bien medida, se ubica cada vez más cerca de 20 que de 10% anual (aun con las tarifas y el transporte congelados y algunos alimentos y combustibles contenidos).

Una pregunta clave es **que harán los sindicatos**, que tienen los ojos puestos en la canasta básica de alimentos. Esta última, bien medida, acumula una suba de alrededor de 25% hasta septiembre contra un 15% de suba de salarios. Los gremios querrán de movida **recuperar esos 10 puntos de poder adquisitivo perdido** (aunque parte de esa merma se compense con las tarifas públicas congeladas).

Adicionalmente vendrá **el pedido salarial para cubrirse de la inflación esperada para 2008**. Por inercia, se la calculará parecida a este año, en torno a 20%. Por lo tanto, **el pedido sindical sería 10% para recuperar más 20% para cubrirse: 30% en total**. El gobierno presionará para que los incrementos sean menores, con lo que el sindicalismo cederá algo en el marco del Pacto Social. Pero **difícilmente la demanda baje de 20%**.

Crece la chance de que el salario real se vaya planchando y la rentabilidad empresaria recortando. La suba de salarios puede terminar siendo poco para el bolsillo de los empleados y demasiado para la caja de los empleadores.

En este OVERVIEW, se evaluará la pareja recaudación – gasto público. En próximos números se analizará al resto de los pares de variables macro disociadas.

Recaudación y gasto público: cómo sigue

Uno de los **sellos distintivos** de los años de “distribucionismo” 2005 – 2007 es la **explosión del gasto público primario**.

Hasta 2004 el peso del gasto del sector público nacional se mantuvo relativamente constante en 13,7% del PBI, igual que en 2001 (cayó a 13,2% en 2002 para retornar en dos años al nivel pre - crisis). Pero a partir de ahí inició un ascenso imparable. En 2007 ya se ubica en 17,7%, cuatro puntos más arriba.

La consecuencia de la disparada del gasto público fue la **vertiginosa declinación del superávit fiscal**. La recaudación sigue creciendo a buen ritmo pero a esta escalada del gasto “no hay con qué darle”.

En síntesis, hubo **dos etapas fiscales muy diferentes**. En 2002 – 2004, de los \$ 41.600 M que subió la recaudación, el Tesoro aumentó el gasto \$ 24.600 M y ahorró \$ 17.000 M. Así **engrosó el superávit primario**, que saltó de apenas 0,1% del PBI en 2001 a 3,9% en 2004.

En cambio, en 2005 – 2007, de los \$ 78.000 M que subió la recaudación, el Tesoro gastó el cien por ciento. Nada fue a reforzar el superávit. **En 2007 el fisco ahorra la misma cantidad de pesos que en 2004 a pesar de que la recaudación subió 100%**. Como porcentaje del PBI, el superávit cayó de 3,9 a 2,3% (ver cuadro 2).

Cuadro N° 2

LAS ETAPAS FISCALES 2002-2007

ETAPA 1

En millones de \$	2001	2004	Variación	
Ingresos totales	37.126	78.750	41.624	60% Gasto
% PBI	13,8%	17,6%		
Gasto primario total	36.781	61.417	24.637	40% Superavit
% PBI	13,7%	13,7%		
Resultado primario	345	17.333	16.988	
<i>En % del PBI</i>	<i>0,1%</i>	<i>3,9%</i>		

ETAPA 2

En millones de \$	2004	2007	Variación	
Ingresos totales	78.750	156.781	78.031	100% Gasto
% PBI	17,6%	19,9%		
Gasto primario total	61.417	138.700	77.283	0% Superavit
% PBI	13,7%	17,7%		
Resultado primario	17.333	18.081	748	
<i>En % del PBI</i>	<i>3,9%</i>	<i>2,3%</i>		

Fuente: M&S Consultores.

Panorama 2008

El proyecto de Presupuesto elevado al Congreso no es una referencia útil a la hora de sopesar cuál es el desafío fiscal que enfrentará el próximo gobierno.

La **meta oficial** es volver a un superávit primario de 3 puntos y monedas del PBI; o sea, en los papeles no se convalida el piso más bajo de 2007. Implicaría subir el superávit primario de caja en \$ 10.000 / 11.000 M, de \$ 18.000 este año a \$ 28.000 / 29.000 M.

Para ello, supone una fuerte desaceleración (también en los papeles) de la suba del gasto. **Plantea aumentar apenas 13% lo que este año sube 45%**, ignorando las inercias que dejará 2007 y las demandas que traerá 2008.

Así, el 13% de aumento del gasto **no incluye** incrementos de sueldos ni de jubilaciones, corta el inicio de nuevas obras públicas y mantiene constante el monto de los subsidios energéticos y al transporte. Además, no contempla dentro del gasto \$ 10.000 M correspondiente a los proyectos del Gasoducto Noreste, la compra de las cinco centrales térmicas anunciadas, el tren de alta velocidad a Rosario y las obras de Aysa, que supone se financiarán con crédito.

Es una proyección fiscal forzada, **alejada política y económicamente de lo que puede terminar sucediendo realmente.**

¿Cómo luce el escenario fiscal para 2008, más allá de lo que diga el Presupuesto?.

i) Ingresos

Por el lado de la recaudación, las perspectivas son buenas. No crecerá más de 30% como lo hace este año pero sí tiene chance de subir más de 20%. Es un incremento mayor al previsto en el Presupuesto aun sin subir ningún impuesto.

Será una **suba impulsada** por la fuerte inercia que trae el nivel de actividad y la masa salarial, el efecto de la inflación y la suba de los precios internacionales. **Los ingresos más dinámicos serán seguramente los de la seguridad social y el comercio exterior.** Los primeros por el empuje del empleo, los salarios y los traspasos de afiliados de las AFJP. Los segundos por los mayores pagos de retenciones a la exportación y de aranceles por el salto de las importaciones (ver cuadro 3).

El **efecto benigno de la inflación sobre la recaudación** no es un dato seguro hacia delante; abre interrogantes. La historia argentina dejó en claro que con la inflación de los 80 o con la deflación de fines de los 90 recaudar se hizo muy cuesta arriba. Con la tasa de inflación de hoy la recaudación sube; incluso lo

hace más rápido que el PBI. Pero esta no es una dinámica virtuosa para confiarse. Puede darse vuelta en algún momento.

Cuadro N° 3 QUÉ PUEDE PASAR CON LA RECAUDACIÓN 2008 ENDÓGENA (Sin suba de alícuotas)

En millones de \$	2007	2008	Variación		
			absoluta	%	
Impuestos ligados a inflación o actividad	90.095	108.200	18.105	20%	→ Actividad → Inflación
IVA bruto	62.062	75.500	13.437	22%	
Combustibles	7.487	8.400	913	12%	
Débitos	15.105	18.000	2.895	19%	
Otros (incluye reintegros)	5.440	6.300	860	16%	
Comercio Exterior	25.400	31.500	6.100	24%	→ Precios internacionales → Tipo de cambio → Salto importador
Retenciones a exportaciones	18.471	22.500	4.029	22%	
Derechos de importación y otros	6.929	9.000	2.071	30%	
Impuestos sobre los ingresos	47.139	55.800	8.662	18%	
Ganancias	43.402	51.600	8.198	19%	
Bienes personales	2.469	2.800	331	13%	
Ganancia mínima presunta	1.268	1.400	132	10%	
Seguridad social	35.143	47.000	11.857	34%	→ Mayor empleo → Salarios → Traspasos
Total Sector Público	197.776	242.500	44.724	23%	

Fuente: M&S Consultores en base a Secretaría de Hacienda y AFIP

Con respecto a los **ingresos de la seguridad social**, el año que viene, al igual que este año, **van a aumentar más que el promedio de la recaudación**. La causa va a volver a ser la reforma del régimen que se hizo a finales de 2006, pero los ingresos no van a ser “activos” como pasa ahora (títulos de deuda, acciones, etc. que transfieren las AFJP a la Anses), sino plata en efectivo.

A partir de febrero van a hacerse efectivos los traspasos voluntarios de capitalización a reparto. Pueden llegar a ser más de un millón de personas que dejarán de aportar a las AFJP para hacerlo a las cuentas del Estado. Aun suponiendo que el 25/30% de ese universo no aporten regularmente, **la Anses va a recibir el año próximo unos \$ 2.500 M por este concepto**.

Además de este stock de traspasos (y de los que se efectivizaron en 2007) hay un flujo de nuevos aportantes que se incorporaban al sistema de reparto. Antes de la reforma los nuevos trabajadores que se incorporan a la actividad y no elegían un régimen previsional específico eran registrados en una AFJP. Eran unos 40.000 afiliados mensuales que desde 2008 irán automáticamente a reparto y también aumentan la recaudación de la Anses.

ii) Gasto

Aun con la recaudación subiendo a buen ritmo entre 20 y 25%, alcanzar el superávit primario meta de 3,15% del PBI (equivalente a \$ 28.000 / 29.000 M) implicaría que el gasto público tenga que subir menos de 20% contra 45% que sube este año (ver cuadro 4).

Cuadro N° 4

2008: ¿3,15% del PBI de Superávit?

En millones de \$	2007	2008	Variación
Ingresos totales	156.700	195.000	38.300
Gasto primario total	138.700	166.000	27.300
Resultado primario	18.000	29.000	11.000
<i>En % del PBI</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,15%</i>	

Diagrama de anotaciones: Una línea curva conecta el valor de 38.300 en la fila 'Ingresos totales' con un recuadro que indica '70% Gasto'. Otra línea curva conecta el valor de 11.000 en la fila 'Resultado primario' con un recuadro que indica '30% Superavit'.

Fuente: M&S Consultores.

Significaría una suba de alrededor de \$ 27.000 M. Pero hay aumentos de gasto por aproximadamente \$ 20.000 M que están prácticamente comprometidos para el año que viene y son ineludibles.

El más evidente y voluminoso es el **gasto previsional**. En 2008 no se registrará el súper salto de 2007 porque no habrá una nueva moratoria que aumente en otros 1,6 M el número de beneficiarios.

Pero **igual habrá un incremento fuerte por dos vías básicas**: i) el impacto inercial por el aumento de haberes y de nuevos jubilados de 2007 y ii) las nuevas subas de haberes que se otorgarán seguramente en 2008 para paliar la inflación (¿15%?), ambos aplicados sobre un universo mayor de beneficiarios. Este renglón del gasto subirá alrededor del 25%, **\$ 12.000 M más que en 2007** y 70% más que lo presupuestado (ver cuadro 5).

Otro gasto “comprometido” es un aumento en los **sueldos** de los empleados públicos para contrarrestar la inflación. Un 15% de aumento implicaría un aumento de **\$ 5.000 M** en las erogaciones.

También están las **transferencias automáticas a las provincias**, un renglón que está atado a la recaudación. Con la suba de ingresos prevista, este gasto se incrementaría unos **\$ 3.000 M**.

En suma, **para el año que viene hay una suba del gasto público de \$ 20.000 M que luce inevitable** (\$ 12.000 M de la seguridad social, \$ 5.000 M en sueldos y \$ 3.000 M por transferencias a las provincias).

Cuadro N° 5
EL AUMENTO DEL GASTO EN JUBILACIONES EN 2008
Un piso de \$ 12.400 M con un aumento que apenas mantiene
las jubilaciones en términos reales

En millones de \$	Casos '07 (millones)	2007		2008		Aumento
		Haber promedio	Gasto	Haber promedio (1)	Gasto	
		\$ mensuales	Millones \$	\$ mensuales	Millones \$	
Jubilados reparto	1,8	810	19.200	980	23.000	3.800
Moratoria (2)	1,6	600	10.500	725	15.100	4.600
Pensiones	1,3	690	11.700	830	14.000	2.300
Jub. Capitalización (3)	0,3	570	2.300	680	2.700	400
Cajas provinciales	0,2	1.170	3.100	1.400	3.700	600
Pensiones no contributivas	0,6	410	3.400	490	3.800	400
Veteranos Malvinas	0,02	1.680	400	2.030	550	150
Seguro de empleo	0,1	350	400	420	550	150
Total	5,8	676	51.000	841	63.400	12.400

(1) Supone un aumento de 15% en marzo (caja abril)

(2) En 2007 en promedio hubo 1,4 millones de beneficiarios.

(3) PBU + PC + PAP

De esta manera, para no sobrepasar el tope de aumento de \$ 27.000 M que estimamos necesario para alcanzar el superávit primario meta de \$ 28.000 / 29.000 M, el resto del gasto no podría subir más de \$ 7.000 M.

Concretamente, esto significa que en 2008 el próximo gobierno podría subir el gasto en subsidios y obra pública apenas 13% cuando este año lo subió 53% (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6
SUBA DE GASTO: tope para 2008

		Variac.
1. Aumentos mínimos casi automáticos	20.400	23%
Jubilados	12.400	24%
Sueldos (1)	5.000	22%
Transferencias a provincias (atado a recaudac.)	3.000	21%
2. Aumentos del resto del gasto	6.600	13%
(Subsidios, gasto de capital, etc.)		

Subas de este rubro en:
 2006: **30%**
 2007: **53%**

(1) Supone 15% de aumento en dos tandas, en mayo y septiembre

Fuente: M&S Consultores.

En conclusión, **el año que viene se reducirán los subsidios a la energía y al transporte o bien se parará la obra pública o bien el superávit no será 3,15% del PBI.** Para la “caja fiscal de almacenero”, sería lo mismo que se bajara uno u otro gasto. Macroeconómicamente, lo mejor sería que se moderara el festival de subsidios, que genera distorsiones y acumula inconsistencias en muchos mercados. La obra pública en infraestructura, bien hecha y definiendo correctamente las prioridades, es positiva.

¿Un atajo?

Antes de “meter mano” para desacelerar el gasto público, el gobierno tomará seguramente un atajo: **subirle las retenciones al campo.** Esto serviría para moderar la mayor disciplina que se requiere en el gasto, no para evitarla. No hay que descartar el esquema de **retenciones móviles.**

Por ejemplo, **una suba de 10 puntos en las retenciones sobre los cereales y las oleaginosas** (a precios internacionales y tipo de cambio parecidos a los actuales y una suba moderada de la cosecha) implicaría recaudar \$ 5.000 M más en 2008.

Con este ingreso adicional, el año que viene el próximo gobierno tendría la chance de aumentar el gasto en subsidios y obra pública alrededor de 20%: más que el 13% posible sin subir los impuestos pero claramente menos que el 53% de 2007. **2008 será un año de tironeo fiscal entre las retenciones y la recaudación por un lado y los subsidios y la obra pública por el otro.**

Financiar más suba del gasto incrementando las alícuotas de las retenciones es un **atajo de caja efectivo en el corto plazo** pero sería una **mala señal productiva de largo plazo.** La posibilidad de tomar el pago de retenciones a cuenta del impuesto a las ganancias es una alternativa superadora pero con baja chance de ocurrencia porque implicaría coparticiparlo a las provincias.

Además, es un atajo de horizonte corto. El precio internacional de la soja y los cereales pueden sostenerse por encima de los promedios históricos pero será difícil que se sostengan por mucho tiempo en los súper altos niveles de hoy. O sea, pueden no ser precios que se “banquen” retenciones más altas. **Gastar en subsidios a cuenta de precios internacionales espectaculares es una estrategia fiscal arriesgada.** Es distinto a subir las retenciones para crear una especie de “Fondo del Cobre” chileno.

Como balance final para 2008, lo más probable es que la recaudación siga subiendo a buen ritmo, reforzada con una suba de las retenciones y que la suba del gasto se desacelere algo con respecto a la escalada de 2007, pero no lo suficiente como para retornar a un superávit primario de 3 puntos del PBI. Por segundo año consecutivo, el superávit de caja volverá a empezar con 2.

Fisco y financiamiento

La **declinación del superávit primario** explica por qué el Tesoro tiene que seguir colocando deuda para hacer frente a todos los compromisos (2007 todavía no está cerrado) y por qué no puede ayudar más al BCRA en el sostenimiento del tipo de cambio.

Este año, el superávit primario del Tesoro no alcanza para pagar la cuenta de intereses de la deuda. La Anses tiene un superávit que es relevante para la macro pero que no sirve para financiar al Tesoro. O sea, no queda nada para cancelar vencimientos de capital. **Capotó la política de desendeudamiento.**

En 2008, los vencimientos de capital de la deuda pública rondan **US\$ 7.500 M**. La deuda en pesos representa alrededor de un tercio del total de vencimientos. Los dos tercios restantes es deuda en dólares, repartida mitad y mitad entre organismos internacionales y bonos.

En 2009, los vencimientos saltan a **US\$ 9.300 M** porque hay que pagar los préstamos garantizados pesificados previos al default (ver cuadro 7).

Cuadro N° 7

A MENOR SUPERÁVIT, MAYOR NECESIDAD DE FINANCIARSE EN LOS MERCADOS

Datos en millones	2007		2008	
	Caja en pesos	Caja en dólares	Escenario con 3,15% del PBI de superávit primario Caja en pesos	Caja en dólares
1. Vencimientos	16.100	9.230	16.600	8.500
Amortizaciones de deuda	8.350	4.900		
Intereses	4.860	3.160		
Otros pagos (neto)	2.890	1.170		
2. Financiamiento	23.650	4.250	23.000	
Superávit primario del Tesoro	14.100	0	23.000	
BCRA	3.500	0		
Bonos colocados en el mercado	1.430	2.350		
Bonos a Venezuela	0	1.750		
Otros	4.620	150		
3. Faltante (II-I)	7.550	-4.980	6.400	-8.500

Faltante total de aquí a fin de año:
US\$ 2.500 M

Necesidad de financiamiento:
US\$ 6.000 / 7.000 M

Fuente: M&S Consultores en base a Ministerio de Economía

No es una situación financiera grave comparada con otros momentos del pasado. Parados a hoy, en 2008 y 2009 apenas vence entre 6 y 7,5% de la deuda pública total en cada uno de estos años. Comparativamente contra diciembre de 1999 o diciembre de 2001, los actuales son porcentajes claramente inferiores. Parados en 1999, en 2000 y 2001 vencía entre 10 y 12% de la deuda y parados en 2001, en 2002 y 2003 vencía 13% de la deuda en cada año.

Por otra parte, hoy el pago de los intereses de la deuda representan 2 puntos porcentuales del PBI. En cambio, en 1999 ascendía a 3 puntos y en 2001 llegaron a 4 puntos del PBI. Asimismo, el superávit fiscal primario, que actualmente ronda 2% del PBI, en esos años era nulo (ver cuadro 8).

La situación financiera del sector público no es alarmante. Pero hay dos puntos de conflicto a tener en cuenta dada la declinación del superávit. El primer punto es que el sector público tiene que conseguir faltantes a priori manejables pero en un mercado internacional de capitales menos fluido y más caro.

Cuadro Nº 8

SITUACIÓN FINANCIERA COMPARADA DEL SECTOR PÚBLICO

	Parados a...		
	PRE-CRISIS 1999	CRISIS 2001	HOY
Pago de intereses / PBI	3,0	4,0	2,0
Vencimientos de capital / PBI	primer año: 4,3 segundo año: 5,1	primer año: 6,6 segundo año: 6,4	primer año: 3,0 segundo año: 3,8
Superávit primario / PBI	0,0	0,0	2,3
Necesidad de financiamiento / PBI	7,0	10,0	2,5

Fuente: M&S Consultores en base a Secretaría de Hacienda

El segundo punto es que los números indican que la Argentina está con **buena capacidad de pago** pero al mismo tiempo la sensación entre los inversores es que muestra **baja voluntad de pago**.

Con un superávit fiscal de 3 puntos del PBI, un arreglo por la deuda con el Club de París y con los hold – out y la revalidación y el respeto de los bonos con cláusula de ajuste en CER, la Argentina estaría en condiciones de revertir esta sensación de falta de disposición a pagar y lograr una mayor inserción en los mercados. Pero se desconoce cuál será la posición del próximo gobierno.



Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com