

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

EL DÉFICIT FISCAL, ¿UN TIGRE DE PAPEL?

El gobierno puede reducir el déficit primario a 2,6% del PIB desmantelando casi todo el “gasto covid” y respetando las pautas nominales del presupuesto. Incluso estaría en condiciones de aumentar los subsidios económicos para moderar el ajuste de las tarifas de servicios públicos. De alcanzarse, es un nivel de déficit financiable con un mix entre deuda de mercado en pesos y una emisión monetaria que estaría en línea con las pretensiones del FMI. De esta manera, sería posible alcanzar un acuerdo con el organismo que mejore las expectativas y ayude a estabilizar la nominalidad en el camino hacia las elecciones. El déficit fiscal puede convertirse así en un tigre de papel, una amenaza menos poderosa de lo esperado. Sin embargo, el gobierno debe sostener decisiones políticas que atentan contra el poder de compra de las familias y la recuperación del nivel de actividad.

- En 2020, el déficit fiscal primario fue de 6,5% del PIB, el porcentaje más alto desde los años 80s y seis puntos por encima del 0,4% de 2019. Sin embargo, fue el lógico resultado de un escenario de pandemia que, en términos del producto, implicó un gasto extra de 3,5% y menores ingresos por 0,7% del PIB. Consciente de los problemas que acarrea semejante nivel de déficit (en especial sobre la brecha cambiaria), antes de fin de año el gobierno contuvo el gasto más allá de lo esperado. De hecho, cuando en setiembre presentó el presupuesto en el Congreso estimaba un déficit del 8,3%, 2 puntos por encima del que finalmente resultó.
- La confirmación en el último trimestre de la eliminación del IFE y la reducción del ATP, que significaban 2 puntos del PIB, le permitió al gobierno mejorar el panorama fiscal. A su vez, la recuperación del nivel de actividad impactó en mayores niveles de recaudación. Por caso, la recaudación neta de derechos de exportación, creció en diciembre un punto en términos reales respecto del año anterior, el mayor aumento del año. El neteo de las retenciones se explica porque su recaudación fue extraordinaria en diciembre de 2019 (casi +300% interanual) dada la anticipación de pago que hicieron los productores ante el inminente aumento anunciado por el nuevo gobierno.

UN DÉFICIT FINANCIABLE

- El trabajo de ordenamiento fiscal del último trimestre comenzará a visibilizarse este año. A tal punto que Analytica estima que es posible llegar a un déficit de “sólo” 2,6% del PIB, que resultaría el más bajo para un gobierno peronista desde 2013. Es claro que un porcentaje de este orden estaría alineado con el target exigido por el FMI. Las condiciones básicas para llegar a este resultado son reducir prácticamente todo el gasto Covid-19 y adecuar el resto de las partidas a los números del presupuesto. Veamos la aritmética.

- Bajar casi 4 puntos el déficit primario, de 6,5% a 2,6%, exige en lo principal retirar casi todas las erogaciones destinadas a atender la emergencia sanitaria. De los 3,7 puntos del PIB ejecutados en 2020, solo quedarían 0,6 puntos para la asistencia focalizada en la población más vulnerable, por caso los planes alimentarios.
-

- Para el gasto neto de Covid-19, el presupuesto proyecta un crecimiento real del 7%, que surge de estimar una inflación del 29%. Sin embargo, en el escenario proyectado por Analytica y el consenso del mercado, los precios aumentarán entre 45 y 50%, en efecto el gasto real caería en torno al 6,5%. Si bien es factible que a través de la Jefatura de Gabinete se recurra una vez más al habitual procedimiento de ampliar las partidas presupuestarias para atenuar la licuación real del gasto, la eventualidad de un acuerdo con el FMI supone que habrá filtros de revisión trimestral, abriendo interrogantes respecto de la discrecionalidad de esa estrategia fiscal.
-

- Diversos factores explican por qué el gobierno está en condiciones de contener el gasto en torno a las previsiones del presupuesto. El principal es la reducción del gasto en jubilaciones, que será del orden de 0,8% del PIB. La razón es sencilla: la nueva fórmula de movilidad determina los aumentos en base a la variación de los salarios y de la recaudación de la seguridad social. En 2021 proyectamos una nueva caída del salario real formal, cercana al 7%, escenario que se confirma con el techo del 30% que busca el gobierno en las incipientes conversaciones por un acuerdo de precios y salarios. A su vez, también la fórmula reflejará el bajo crecimiento nominal de los ingresos de la seguridad social en el último trimestre de 2020, de apenas 24% interanual.
-

- Bajo la nueva fórmula de movilidad jubilatoria también se establecen los aumentos de la Asignación Universal por Hijo (AUH) y de las pensiones. El ahorro en estas partidas será menor, del orden de 0,2% del PIB, acorde a su participación en el gasto público. Se trata de una reducción del gasto de igual magnitud a la de los salarios públicos. En este caso, el propio presupuesto estima un ahorro del 0,1% del PIB, que ajustado según nuestras proyecciones podría ser hasta del doble.
-

- Por su parte, y como venimos señalando en informes anteriores, ver [Analytico#574](#), el impulso de la actividad vía la obra pública será inferior al estimado. Si bien son partidas que no generarán ahorros fiscales, dado que crecerán respecto de 2020, no se estima que puedan dar el salto pretendido por el gobierno. Una dinámica como ésta ocurrió el año pasado: los gastos de capital significaron 1,1% del PIB, 0,6% por debajo del crédito disponible. Si crecieran 70% desde esos niveles, como contempla el presupuesto, alcanzarían apenas 1,2% del PIB, lejos de la estimación oficial de 2,1%. De todas formas, estimamos el gobierno tiene margen para aprobar ampliaciones presupuestarias y ejecutar partidas que lleven el gasto en obra pública hasta 1,3% del PIB.
-

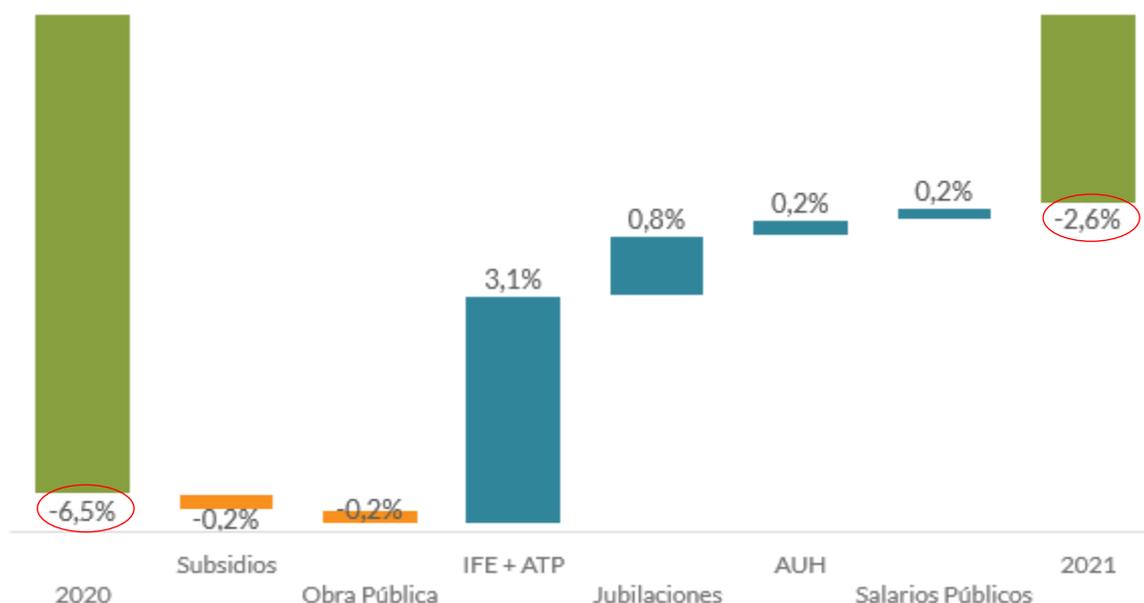
- El gran interrogante pasa por la evolución de las tarifas de servicios públicos, que siempre resultaron un ancla inflacionaria en años electorales. De respetar la aritmética presupuestaria, el gobierno tendría cierto margen para incrementar los subsidios económicos y moderar así los aumentos de tarifas. Bajo este escenario, los subsidios pueden crecer hasta 0,2% del PIB, alcanzando 2,8 puntos del producto, 1,3% del PIB más que en 2019.

- Los ingresos tributarios no crecerán en términos del producto. Este año aumentarán 49%, similar a la inflación proyectada. La caída en el salario real se traducirá en una menor recaudación de gravámenes de la seguridad pero será compensada por los \$357.000 millones adicionales que aportarán, como explicamos en nuestro [Analytico#589](#), los derechos de exportación del agro. Por lo tanto, la mejora en las cuentas públicas depende exclusivamente de menores niveles de gasto público.

- En suma, una reducción del déficit de 3,9% del PIB es alcanzable a través de la caída del gasto asociado al Covid (3,1%), de los efectos de la nueva fórmula de movilidad sobre el gasto en jubilaciones, AUH y pensiones (0,8% y 0,2%, respectivamente) y de una nueva baja en los salarios del sector público (0,2%). Incluso, el gobierno tiene margen para dar un impulso, bastante menor al contemplado en el presupuesto, a la obra pública (+0,2% del PIB) y para aumentar el gasto en subsidios económicos (+0,2% del PIB).

EL AJUSTE POSIBLE

-déficit primario y variación del gasto público, anual en % del PIB-



Fuente: Analytica en base a Min. de Economía

- El nivel de déficit resulta crucial en las negociaciones con el FMI, dada la discusión recurrente acerca de la capacidad para financiarlo. Según ciertos trascendidos, el organismo avalaría un financiamiento monetario del BCRA no superior a 1,5% del PIB. En consecuencia, el gobierno debería obtener algo más de un punto del producto (\$394.000 millones) por encima de los vencimientos de capital e intereses con el sector privado para este año. Un objetivo alcanzable, un monto similar obtuvo en 2020 de financiamiento neto. Por caso, en enero ya consiguió \$33.000 millones por encima de los vencimientos que tenía que cubrir.

- Actualmente, el Tesoro se financia a tasas reales negativas. Sin embargo, como contracara, los instrumentos emitidos son de muy corto plazo. En la licitación del miércoles pasado el 56% se colocó en instrumentos que vencen en apenas dos meses. Así, sigue existiendo un riesgo

asociado a la renovación de los vencimientos en caso que se desarmen las posiciones en pesos y se busque su dolarización. De todos modos, es un riesgo acotado dadas las restricciones del mercado cambiario, que por supuesto continuarán en 2021.

- El costo del esfuerzo fiscal, neto del gasto COVID, es relativamente bajo si se lo compara con los ajustes de 2018 y 2019. El gobierno está en condiciones de financiarlo y de que resulte compatible con las exigencias del FMI. Según las últimas declaraciones de Guzmán el acuerdo se podría alcanzar no más allá de mayo. Una fecha lógica considerando que es cuando vencen los compromisos con el Club de París, y para lo cual el gobierno debe tener formalizado un entendimiento con el Fondo. A su vez, necesita contar con una herramienta que incida favorablemente en las expectativas de mercado y contribuya a administrar la brecha cambiaria de cara a las elecciones.