

## Notas marginales al Proyecto de Ley de Presupuesto 2019

Alfredo Calcagno \* (Especial para sitio IADE-RE) | 20-09-2018  
www.iade.org.ar

Además de cristalizar un proyecto político mediante la definición de objetivos e instrumentos vinculados al gasto, ingresos y financiamiento del Estado, el presupuesto refleja un conjunto de hipótesis sobre variables macroeconómicas: la tasa de crecimiento del PIB real y de los precios que incidirán sobre la recaudación (real y nominal), la tasa de cambio que determinará los pagos de intereses de la deuda en divisas, etc. Como también las variables decididas en el presupuesto tienen efectos macroeconómicos (por ejemplo, el gasto en inversión pública incide sobre la formación de capital fijo, los salarios públicos sobre el consumo público y privado, etc.), es importante observar la consistencia económica (y no sólo contable) de un presupuesto.

Estas notas buscan evaluar la verosimilitud y consistencia de determinadas hipótesis a la luz de la evolución reciente de la economía argentina, tal como la reflejan las estadísticas oficiales. También analizaremos algunas decisiones de política que surgen del presupuesto, pero no siempre están claramente explicitadas.

### 1) Precios

Equivocar la proyección de precios tiene serias consecuencias en el presupuesto. Invalida el cálculo de prácticamente todas las variables relevantes, y además introduce un sesgo en la ejecución del presupuesto. Por ejemplo, subestimar la inflación lleva a anticipar un monto demasiado bajo de ingresos en pesos corrientes, lo que da la posibilidad de utilizar el futuro excedente “inesperado” de manera discrecional. También disminuye el monto real del gasto, que el presupuesto fija en términos nominales. En otras palabras, tal error no es neutro.

El índice de precios más importante del presupuesto es el deflactor del PIB (y los de sus componentes), también conocido como “índice de precios implícitos”: es lo que permite pasar del PIB en valores corrientes al PIB en valores constantes (y viceversa). Como se trata de deflactar un flujo (como el PIB) que tiene lugar a lo largo del año, la tasa de variación que se utiliza es la del promedio anual de ese índice, y no la variación “de diciembre a diciembre”; sin ser en general iguales, ambas mediciones deben ser consistentes entre sí.

El proyecto de presupuesto indica que el deflactor del PIB crecerá un 33,8% en 2018 y 34,2% en 2019, en un mismo orden de magnitud que el Índice de Precios al Consumidor (IPC), siempre en promedio anual.

Ya ha sido publicado el deflactor del PIB para los dos primeros trimestres de 2018. Asimismo, una buena aproximación de su valor para los meses de julio y agosto es el promedio del IPC y del Índice de Precios al por Mayor, que también han sido dados a conocer. Sobre esa base, se observa que para que el deflactor del PIB aumente un 33,8% en 2018 es precisa una fuerte deflación en los meses siguientes. Suponiendo una desaceleración de la inflación a 3,1% en septiembre (frente a 4,4% en agosto), será preciso una caída de precios mensual de 4,8% durante el último trimestre (un 13,7% acumulado) para que se materialice la cifra establecida en el presupuesto.

Esta contracción de precios eliminaría todo el “arrastre” inflacionario para el índice promedio de 2019. Así, para que se verifique el aumento de 34,8% (en promedio) en 2019, es preciso que la economía salte de una deflación de 4,8% mensual a una inflación de casi 4,7% mensual durante 12 meses, lo que provocaría una inflación de 72,5% de diciembre a diciembre (ver cuadro 1, caso 1).

Cuadro 1: Evolución del deflactor del PIB y sus tasas mensuales de variación consistentes con las cifras del proyecto de presupuesto, y con una hipótesis alternativa

	Hipótesis implícita en el presupuesto (caso 1)		Hipótesis de desinflación progresiva (caso 2)	
	Deflactor PIB Índice trimestral	Tasa de variación mensual de precios	Deflactor PIB Índice trimestral	Tasa de variación mensual de precios
2018-1	1711	2,2	1711	2,2
2018-2	1887	4,3	1887	4,3
2018-3	2146	3,8	2159	4,4
2018-4	2014	-4,8	2397	2,9
2019-1	2100	4,7	2583	2,4
2019-2	2406	4,7	2751	2,0
2019-3	2758	4,7	2883	1,4
2019-4	3161	4,7	2992	1,2
	Deflactor PIB (caso 1)		Deflactor PIB (caso 2)	
	Promedio anual	Variación anual	Promedio anual	Variación anual
2017	1450	25,3	1450	25,3
2018	1940	33,8	2039	40,6
2019	2606	34,4	2802	37,5

Fuentes: Cálculos sobre la base de Indec, y del Proyecto de presupuesto 2019

Por cierto, estos shocks de signos opuestos carecen de toda verosimilitud económica. Tampoco cuadran con lo redactado en el presupuesto, en donde se lee: “proyectamos

una desaceleración de la inflación durante 2019, luego del shock inflacionario de los últimos meses de 2018”;<sup>1</sup> es decir, exactamente lo contrario de lo que se deduce de los números presentados.

Una hipótesis alternativa (caso 2 en el cuadro 1) hace evolucionar el deflactor del PIB a las tasas del índice del IPC anunciado por el propio gobierno (esto es, consistente con una inflación de diciembre a diciembre de 42% y 23% en 2018 y 2019, respectivamente). Esta hipótesis arroja un aumento de precios de 40,6% para el promedio de 2018 y de 37,5% para 2019. Puede discutirse qué tan optimistas son esos guarismos de una desinflación significativa y sostenida en el tiempo (que en nuestra opinión lo son), pero al menos no son abiertamente inconsistentes.

Existe otro elemento vinculado con el deflactor del PIB que merece destacarse. Se trata de la evolución de los deflatores de distintos componentes de la oferta y la demanda agregada. Se ve allí, por ejemplo, que los precios implícitos de las exportaciones y las importaciones crecen mucho más que los demás componentes, debido a la devaluación real del peso. También los precios de la inversión suben más que el deflactor del PIB, debido al elevado componente importado de los bienes de capital.

Ahora bien, se constata que los precios implícitos del Consumo público aumentarían un 23,6% en 2018 y un 24,7% en 2019, muy por debajo del ya mencionado deflactor del PIB y también del deflactor del Consumo privado (un proxy del IPC), que crecería un 31,7% y 36,6% en esos mismos años. Sabiendo que “el valor del consumo final efectivo de las unidades gubernamentales es (...) igual al valor de los gastos en que incurren al prestar servicios colectivos”,<sup>2</sup> y que el grueso de tales gastos consiste en el pago de salarios, proyectar un deflactor del Consumo público muy por debajo de la tasa de inflación es anunciar, sin decirlo con todas las letras, una caída muy significativa del salario real de los empleados públicos nacionales y provinciales. Sería interesante que el gobierno hiciera explícito con qué niveles de salarios calcularon el deflactor del Consumo público.

## **2) Evolución de las cuentas fiscales en lo que queda de 2018 y su significado**

El proyecto de presupuesto presenta las estimaciones para ingresos y gastos públicos en 2018 y 2019 en valores corrientes, y compara los valores totales de ambos años para destacar lo que considera sus principales objetivos y las prioridades de la política económica. Así, muestra una tasa de crecimiento de los ingresos (41,8%) muy

---

<sup>1</sup> Proyecto de Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional, Síntesis, pág. 13

<sup>2</sup> Sistema de Cuentas Nacionales 2008, preparado por la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico, las Naciones Unidas y el Banco Mundial, Nueva York, 2016, pág. 228.

superior a la de los gastos primarios (24,5%), lo cual sería consistente con la eliminación deseada del déficit primario. Entre los gastos, hay dos rubros que crecen a una tasa mayor que la del gasto primario total y también que la del aumento anticipado de precios: las Prestaciones sociales (34,4) y las Transferencias a universidades (39,7%).<sup>3</sup> En cambio, todos los demás rubros caerían en términos reales, en particular el gasto en capital y los subsidios económicos, que disminuirían incluso en valores nominales.

Esto parecería indicar un criterio de política económica y social que definiría qué rubros salvaguardar y en cuáles hay que concentrar el recorte. En particular, el gobierno ha hecho notar que este presupuesto demuestra su compromiso con el gasto social aún en tiempos de ajuste.

Es interesante notar, sin embargo, que el gobierno no sigue el mismo criterio para lo que resta de 2018. Conociendo los ingresos fiscales y los gastos realizados entre enero y agosto de este año,<sup>4</sup> así como los montos totales previstos para el año, es sencillo estimar los ingresos y gastos que restan hasta el fin de 2018 según el proyecto de presupuesto. En el cuadro 2 comparamos los ingresos y gastos mensuales promedios realizados para cada rubro entre enero y agosto de 2018, con los valores mensuales anunciados (implícitamente) para septiembre-diciembre.

Observamos, primero, que el gasto primario crece dos veces más rápido, en valores nominales, que el ingreso fiscal (35,7% frente a 18,1%). De este modo, el grueso del déficit primario se acumularía en los últimos 4 meses del año: 234 mil millones de pesos, frente a 130 mil millones acumulados entre enero y agosto.

En cuanto a la composición del gasto, los rubros privilegiados o más castigados en el último cuatrimestre de 2018 no son los mismos que en el ajuste de 2019: la tasa de crecimiento del gasto mensual dedicado a las Prestaciones sociales y a las Transferencias a Universidades es muy inferior a las del conjunto del gasto primario.

En el caso de las Prestaciones sociales, cabría comparar el 23,7% de crecimiento nominal en la última parte del año no con el 35,7% del gasto primario total, sino con el 52,6% de crecimiento de ese gasto primario excluidas las prestaciones primarias. Si estas últimas creciesen como el resto de los rubros del gasto primario, representarían para el último cuatrimestre un gasto mensual de 198.520 millones de pesos en lugar de 160.980, casi 38 mil millones de pesos más; multiplicando por los 4 meses en cuestión, vemos que al mantener comparativamente baja la tasa de aumento de las prestaciones, el fisco ahorra 150.000 millones de pesos, más de 1 punto del PIB.

---

<sup>3</sup> Una tasa de crecimiento de los precios más realista, como la del caso 2 en el cuadro 1, sugiere por el contrario una contracción en términos reales en ambos rubros.

<sup>4</sup> Véase Ministerio de Hacienda, Seguimiento Resultado Fiscal, Agosto 2018, 19 de septiembre de 2018.

Tratándose del principal rubro del gasto fiscal, vemos que su bajo crecimiento en los últimos meses de 2018 “rinde” mucho en términos fiscales, y también fija un valor de gasto social relativamente bajo para 2018 sobre el cual se puede aplicar una tasa de crecimiento más elevada para 2019.

Cuadro 2: Comparación de los ingresos y gastos mensuales por principales rubros en enero-agosto y septiembre-diciembre 2018, y variación anual entre 2018 y 2019

	2018, promedios mensuales			Variación anual
	ene-ago	sep-dic	variación	2018-2019
<b>INGRESOS TOTALES</b>	206319	243560	18,1	41,8
Tributarios	184347	230348	25,0	39,5
<i>IVA neto de reintegros</i>	39070	46548	19,1	31,6
<i>Ganancias</i>	23293	23175	-0,5	5,5
<i>Aportes y contribuciones a la seguridad social</i>	74852	81139	8,4	30,9
<i>Débitos y créditos</i>	18030	19527	8,3	32,5
<i>Resto tributarios</i>	29102	59959	106,0	88,1
Otros ingresos	21972	13212	-39,9	65,5
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	222627	302094	35,7	24,5
Prestaciones sociales	130128	160980	23,7	34,4
<i>Jubilaciones y pensiones</i>	91555	113472	23,9	37,6
<i>Asignaciones y otros programas y prestaciones</i>	38572	47509	23,2	26,7
Otros gastos corrientes	77436	113313	46,3	15,8
<i>Subsidios económicos</i>	18375	40437	120,1	-6,9
<i>Salarios</i>	31046	39360	26,8	30,8
<i>Transferencias a provincias</i>	5368	13999	160,8	-17,5
<i>Transferencias a universidades</i>	8477	8948	5,6	39,7
<i>Demás gastos corrientes</i>	14171	10570	-25,4	26,8
Gastos de capital	15063	27801	84,6	-7,2
<i>Transporte</i>	4165	14351	244,5	2,3
<i>Vivienda</i>	1554	4116	164,8	-8,9
<i>Agua y alcantarillado</i>	1360	2168	59,4	22,6

<i>Educación</i>	1113	329	-70,4	-0,5
<i>Otros</i>	6871	6838	-0,5	-25,0
INTERESES	24703	50689	105,2	48,9

Fuente: Cálculos basados en el Proyecto de Presupuesto y datos de la Secretaría de Hacienda

Por contraste, los rubros que más se ajustan en 2019 (subsidios económicos, gastos de capital y transferencias a las provincias) son también los que más crecen en los últimos meses de 2018 (120%, 85% y 161%). De este modo, la reducción prevista para 2019 se aplicará sobre unas bases relativamente elevadas, y el recorte en términos reales no será tan significativo como lo anuncia el gobierno.

Por ejemplo, se prevé que el recorte en los subsidios económicos ahorrará casi 0,7 puntos del PIB al caer de 2,24 a 1,56 puntos del PIB entre 2018 y 2019. Ahora bien, si en vez de aumentar con tanta fuerza en septiembre-diciembre de 2018, los subsidios económicos crecieran un 24,8%, que es lo que crecerá el resto del gasto primario en comparación con el promedio de enero-agosto, entonces esos subsidios representarían solamente 1,75 puntos del PIB en 2018, y el ajuste de 2019 no aportaría más que 0,19 puntos del PIB. Aplicando el mismo cálculo a los gastos de capital, vemos que en vez de disminuir de 1,68 a 1,17 puntos del PIB entre 2018 y 2019, los gastos de capital aumentarían de 1,09 a 1,17 puntos entre esos mismos años.

Así, vemos que buena parte del ajuste del gasto anunciado para 2019 en realidad no hace más que revertir fuertes aumentos en subsidios económicos y gastos de capital que, según el presupuesto, están teniendo lugar en los meses que estamos transitando.

Por su parte, los pagos de interés muestran un crecimiento muy acelerado en los últimos meses del año 2018: los pagos mensuales más que duplican los del período enero-agosto (cuadro 2), y son un 86% superiores en términos reales. Las razones de semejante salto son conocidas: aumento del stock de la deuda pública en pesos y dólares, devaluación que aumenta el costo del servicio de esta última, fuerte incremento de las tasas de interés sobre los distintos tipos de deuda. A esos factores se les suma la conversión de parte de la deuda emitida por el Banco Central a tasas de interés muy elevadas (en particular las Lebac) por letras del Tesoro, también a tasas muy elevadas. De ese modo, una parte (pero no la totalidad) de los intereses que antes constituían el déficit cuasi fiscal del Banco Central pasa a ser registrada como gastos del sector público nacional no financiero (SPNNF). Esta evolución debería continuar en los meses venideros.

Puesto que estas tendencias siguen estando vigentes, llama la atención que, según el proyecto de presupuesto, la carga mensual promedio durante 2019 será menor que la que se anticipa entre septiembre y diciembre de 2018. Dado el aumento de precios anticipado, la carga mensual promedio incluso disminuiría en términos reales un 22%. El gobierno debería explicar detalladamente qué factores explicarían este súbito cambio de tendencia en el aumento del peso de los intereses de la deuda pública.<sup>5</sup> De la validez de tales supuestos dependerá en gran medida que la reducción anticipada en el déficit financiero pueda concretizarse.

### **3) El sentido económico del plan fiscal del gobierno**

El gobierno presidido por Mauricio Macri ha fijado como su principal objetivo económico lograr un equilibrio en el saldo fiscal primario del SPNNF, entendiendo que tal logro generará la confianza necesaria y suficiente para: i) conseguir el financiamiento externo necesario para enfrentar los vencimientos de deuda pública y así evitar un nuevo default; éste incluiría en particular los desembolsos del FMI y otros organismos multilaterales, y la renovación de gran parte de los préstamos a su vencimiento; y ii) recuperar el financiamiento externo privado por encima de la renovación de vencimientos, con el cual dinamizar la inversión y el crecimiento económico.

La experiencia, desgraciadamente abundante, de las crisis que desde los años ochenta han atravesado muchos países en desarrollo (y desde 2008 también varios países desarrollados) muestra que la recuperación de la confianza de los mercados financieros es el resultado, y no la premisa, de la recuperación del crecimiento económico. Dar nuevas muestras de devoción a los mercados a través de medidas que se cree les son agradables, es inútil, salvo si esas medidas ayudan a recuperar el crecimiento. No es el caso de las medidas de ajuste que, aplicadas en medio de una recesión, forman parte de las políticas procíclicas que están en las antípodas de lo que se requiere para salir de la crisis.

Ahora bien, aunque de repente el riesgo país de la Argentina disminuyera al nivel del de sus vecinos, eso no llevaría a grandes entradas de capitales, simplemente porque tales movimientos dependen mucho más de lo que ocurre en los países desarrollados que en los países subdesarrollados; y la tendencia actual indica una retracción de los flujos de capitales hacia las “economías emergentes”. El déficit (primario) cero, aún si ocurriera, no alteraría ese marco internacional. Y si la depresión económica y las condiciones sociales se agravaran en el intento por llegar al déficit cero, el riesgo país seguramente no disminuirá.

---

<sup>5</sup> Por lo pronto, para obtener un tipo de cambio promedio de 28,3 pesos por dólar en 2018, el proyecto de presupuesto supone que el tipo de cambio promedio entre octubre y diciembre de 2018 será de 37,3 pesos por dólar.



Por otra parte, el proyecto de presupuesto presentado por el gobierno no tiene en cuenta el costo que para los ingresos públicos significa una economía que se contrae. Así, este proyecto supone (implícitamente) que la recaudación mensual será un 7,2% mayor, en términos reales, en el período septiembre-diciembre que durante enero-agosto, pese a que el PIB seguirá cayendo por lo menos hasta fines de este año; y también supone un incremento real de 5,5% en 2019 respecto de 2018, aun en el supuesto oficial de una nueva contracción del PIB de -0,5%. El proyecto de presupuesto peca, a nuestro entender, de un excesivo optimismo por partida doble: supone que el PIB caerá más moderadamente que lo que probablemente ocurra en 2018 y 2019; y supone que la recaudación crecerá significativamente en un marco recesivo.

Como ya señalamos en la sección anterior, será también necesario recalculer el monto del servicio de la deuda pública considerando el extraordinario aumento de su stock y de su costo experimentado en los últimos meses. Sumado a una evolución más realista de los ingresos fiscales, esto probablemente llevará el déficit fiscal financiero a (por lo menos) 4% del PIB en 2019.

Esto muestra hasta qué punto el resultado fiscal primario es un objetivo parcial e inadecuado para la política económica. Habría que considerar no solamente el resultado fiscal financiero del SPNNF, sino el del conjunto del sector público, esto es, incluyendo al BCRA. Se constatará entonces que discutir nada más que del déficit primario significa eludir el verdadero problema fiscal, que se relaciona esencialmente con los costos financieros.

Más aún, para un mismo déficit financiero, sería preferible que éste derivara más de un déficit primario que del pago de intereses. En efecto, el déficit primario es el resultado de gastos de consumo e inversión insuficientemente financiados por ingresos fiscales; pero son gastos que benefician a la economía, distribuyen ingresos a los agentes locales y generan recaudación impositiva. En cambio, gran parte de los pagos de intereses son captados por no residentes o por agentes locales que no pagan impuestos sobre esos ingresos, gastan en el país solamente una parte de ellos, y atesoran o evaden lo demás. En otras palabras, un déficit primario tiene un efecto multiplicador sobre la economía muy superior al déficit financiero causado por los pagos de intereses de la deuda pública. Sin embargo, el gobierno procura disminuir, hasta eliminarla, la parte del déficit financiero correspondiente a los ingresos y gastos primarios, mientras la parte que es causada por el pago de intereses no deja de aumentar. Se trata de una opción similar a la seguida en 2001 con la “ley de déficit cero”, que recortaba los gastos primarios sin tocar los servicios de la deuda.<sup>6</sup> Esa ley

---

<sup>6</sup> Una diferencia es que la fallida ley del “déficit cero” realmente aspiraba al equilibrio del balance financiero del SPNNF; en cambio, el “déficit cero” anunciado para 2019 es en realidad un déficit financiero de 3,24 puntos del PIB, según el propio proyecto de presupuesto.



también buscaba generar confianza entre los inversionistas financieros, pero sus consecuencias negativas sobre la economía real causaron el efecto contrario.

Es así como observamos una vez más en acción el “juego de la confianza”, por el cual los gobiernos llevan a cabo determinadas políticas económicas “que pueden no tener sentido en sí mismas, pero que las autoridades económicas creen que corresponden a los prejuicios de los inversores”.<sup>7</sup> Con una política económica manejada por funcionarios procedentes de las finanzas privadas, estos prejuicios bien pueden ser compartidos por las autoridades, que parecen pensar que atender las demandas de los inversores financieros es la mejor manera de defender el interés general.

#### **4) Una visión muy parcial del sector externo**

Vemos que el gobierno incurre en la falacia de presentar una parte (el resultado primario del SPNNF) por el todo (el resultado financiero del sector público). Así, aun si alcanzara el objetivo trazado, el gobierno corre el riesgo de comprobar que no obtendrá los beneficios económicos que le atribuye. Simplemente, porque equilibrar el balance fiscal primario no soluciona ningún problema.

El gobierno tiende a omitir otro elemento esencial para su viabilidad, cual son las cuentas externas. Durante más de dos años, el actual gobierno (como antes lo habían hecho – mientras pudieron – los de Menem y de la Rúa) cubrió con endeudamiento público externo gran parte de los desequilibrios fiscal y de balanza de pagos. Las dificultades actuales de financiamiento externo afectan así los dos sectores: el fiscal y el externo. Por otra parte, los potenciales inversionistas estiman el riesgo de una colocación en un país determinado no solamente sobre la base de sus cuentas fiscales, sino también de las externas:<sup>8</sup> un déficit en cuenta corriente de más de 30 mil millones de dólares en 2017, equivalente a 4,9 puntos del PIB, fue una de las razones por las cuales la Argentina (como Turquía) fue especialmente afectada por la retracción de los flujos de capitales a las economías emergentes.

Pareciera que los gobernantes piensan que por el mismo proceso con el que se conseguiría disminuir (y eventualmente eliminar) el déficit fiscal, se logrará también disminuir o aún eliminar el desequilibrio externo. Lograr ambos objetivos es, sin embargo, difícil. La recesión económica y la devaluación real del peso han sido, en nuestra historia, más efectivas para reducir el desequilibrio externo que el fiscal. Mientras que la recesión económica y el encarecimiento de las importaciones

---

<sup>7</sup> Paul Krugman, “The confidence game. How Washington worsened Asia’s crash”, Washington, *The New Republic*, octubre de 1998.

<sup>8</sup> Además, claro está, del crecimiento económico, la estabilidad política, el clima social, el historial del deudor, etc., todos factores que no juegan actualmente en favor de la Argentina.

disminuyen su volumen y, por esa vía, mejoran la balanza comercial, el saldo fiscal se ve afectado por el aumento de la carga de intereses sobre la deuda en divisas y por la pérdida de recaudación debido a la recesión, que se compensa sólo en parte con la contracción del gasto fiscal primario.

Pero sería excesivamente optimista creer que esos factores harán desaparecer los problemas externos en el corto plazo. Por lo pronto, no parece ya posible evitar en 2018 un déficit en cuenta corriente de magnitud similar al de 2017 en dólares corrientes,<sup>9</sup> teniendo en cuenta que el déficit comercial (exportaciones FOB menos importaciones CIF) aumentó en 2 500 millones de dólares durante los primeros siete meses del año comparado con el mismo período de 2017, y que los pagos por “rentas de la inversión” (intereses y dividendos) son poco flexibles a la baja.

De prolongarse la recesión durante 2019, y contando con una cosecha normal, es posible lograr ese año un excedente comercial (de bienes y servicios) por primera vez desde 2012. Pero esto no significa que se vaya a evitar otro año de déficit en cuenta corriente, debido al elevado nivel que han alcanzado los pagos por rentas de inversión, impulsados en los últimos años por la carga de los intereses. Si se mantiene un tipo de cambio real en niveles similares a los de hoy,<sup>10</sup> el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB sería claramente inferior al de 2018, pero en modo alguno despreciable (en torno a 3 puntos del PIB).

El proyecto de presupuesto es mucho más optimista, sobre todo para 2018: anticipa un déficit de 22 400 millones de dólares en la cuenta corriente en 2018 y 9 900 millones en 2019, equivalentes a 4,6 y 2,2 puntos porcentuales del PIB, según las proyecciones oficiales del PIB en dólares corrientes.

Es así muy posible que el frente externo requiera de financiamiento neto en 2019, por encima de la simple renovación de los vencimientos de la deuda pública que el plan oficial da por garantizada. ¿Qué capacidad existirá para obtener un flujo neto positivo de capitales, teniendo en cuenta la persistente salida de capitales privados, que se aceleró en los últimos meses? No basta con que el gobierno encuentre financiamiento para cubrir sus propias necesidades, incluyendo el servicio de su deuda externa. En la balanza de pagos también entran las transacciones del sector privado, y la retracción de los capitales especulativos que abundaron hasta el primer trimestre de 2018 va a ser, probablemente, duradera.

En definitiva, es preciso tener conciencia que una hipotética reducción (o incluso una improbable eliminación) del déficit fiscal no garantizará la estabilidad

---

<sup>9</sup> Debido a la disminución del PIB medido en dólares causada por la devaluación, ese déficit aumentaría a alrededor de 6,5% del PIB.

<sup>10</sup> Es decir, si en vez de quedar estable, la cotización del dólar crece al mismo ritmo que la inflación anunciada.

macroeconómica y financiera, y mucho menos el crecimiento económico, si al mismo tiempo persiste una aguda escasez de divisas. A su vez, la persistencia del estrangulamiento externo prolongaría la fragilidad financiera de la economía nacional y mantendría latente el riesgo de una corrida de depósitos bancarios combinada con una pérdida acelerada de reservas. Es para tratar de conjurar ese riesgo que el BCRA mantiene hoy su tasa de interés en niveles incompatibles con un funcionamiento económico relativamente normal (no hablemos ya de inversión, crecimiento y desarrollo). Más aún, esas tasas alimentan los saldos financieros en las manos de quienes, en algún momento, pedirán cambiarlos por dólares.

No puede excluirse totalmente el escenario al que implícitamente apunta el gobierno con sus proyecciones de tipo de cambio: apreciación nominal del peso en los últimos meses de 2018 y una devaluación muy por debajo de la inflación durante 2019. Dadas las altísimas tasas de interés, ese marco sería consistente con nuevos episodios de *carry trade*. En un año electoral, puede ser la única esperanza para desacelerar la inflación con el “ancla cambiaria”, limitar la caída del PIB e inyectar alguna “plata dulce” en ciertos grupos sociales, aunque ello aumente todavía más la deuda externa, alimente la fragilidad financiera, erosione la mejora de competitividad del tipo de cambio y en definitiva empeore las condiciones macroeconómicas que deberá enfrentar el próximo gobierno (con o sin alternancia).<sup>11</sup>

## 5) Conclusiones

En conclusión, el proyecto de presupuesto supone, sin decirlo explícitamente, una fuerte disminución de los salarios públicos reales. Se basa en ciertas hipótesis que, desde un punto de vista económico, son inconsistentes, tales como una evidente subestimación de la inflación (sobre todo en 2018) y la suposición que los ingresos fiscales crecerán significativamente en términos reales durante una recesión prolongada. No discutimos aquí otras hipótesis que también pueden ser irrealistas, tales como la proyección de crecimiento o la del tipo de cambio, para concentrarnos en los problemas de coherencia interna del proyecto del presupuesto.

También notamos incoherencias entre las prioridades de los gastos públicos a realizarse en lo que resta de 2018 y las de los gastos correspondientes a 2019. En definitiva, buena parte de las prioridades y del “ajuste” anunciado para 2019 no harían

---

<sup>11</sup> Después de redactar estas páginas trascendió un proyecto, presuntamente negociado con el FMI, que iría en este sentido. En el nuevo esquema cambiario se abandonaría la flotación “sucia” del peso para adoptar una variante de tipo de cambio fijo dentro de determinadas bandas, que en caso de evolucionar en el tiempo daría lugar a un esquema de “crawling peg”. Si la evolución de la banda de flotación se anunciara por anticipado a tasa inferiores a la de la inflación corriente, sería un esquema similar al de la “tablita” de Martínez de Hoz, que operó entre fines de 1978 y principios de 1981 (véanse *Ámbito Financiero* y *Clarín* del 21 de septiembre de 2018).

más que corregir las tendencias en sentido contrario seguidas en los últimos meses de 2018.

Notamos asimismo que el objetivo central, al que se da una importancia vital (esto es lograr el equilibrio fiscal primario del SPNNF), es en realidad poco relevante para salir de la crisis: por sí solo no soluciona nada. Esto es así porque el resultado fiscal relevante es el financiero (al que cabría agregar el déficit cuasi fiscal del BCRA), porque los problemas derivados de la balanza de pagos no son menos importantes, y porque la forma virtuosa de atacar estos desequilibrios es dentro de un proceso de crecimiento. Aplicar ajustes recesivos durante una recesión económica ya en curso es una pésima política macroeconómica, que no solamente hace excesivamente costosa la búsqueda del equilibrio primario, sino que muy probablemente fracase en ese intento.

En la discusión sobre el presupuesto, es responsabilidad de la oposición política evitar las medidas dañinas para la economía nacional en el largo plazo. Si no puede modificar el conjunto de la política económica, al menos debería tratar de limitar sus rasgos más nocivos en términos sociales y económicos, y preservar los instrumentos de una política de desarrollo que puedan ser empleados por un próximo gobierno. Para ello habría, por ejemplo, que evitar el desmantelamiento del sistema de ciencia, tecnología y educación, el de apoyo a la agricultura familiar, preservar el sistema de salud, mantener la participación pública en empresas estratégicas, vetar la liquidación del FGS, prevenir nuevos canjes ruinosos de la deuda pública, entre otras medidas.

**\* Economista.**