



**F**undación de  
**I**nvestigaciones  
**E**conómicas  
**L**atinoamericanas

## La política del doble cero

Por Daniel Artana\*

### *El primer cero*

El nuevo programa firmado por el gobierno argentino con el FMI todavía no es público pero se van conociendo algunos detalles. En materia fiscal, el gobierno propone adelantar un año la eliminación del déficit fiscal primario que estaba prevista para 2020 y, a cambio, recibe un adelantamiento de los fondos que se iban a desembolsar, más fondos adicionales por US\$ 7.100 millones. Eso permite que el gobierno nacional tenga recursos para hacer frente a todos sus vencimientos de deuda de aquí a finales de 2019, suponiendo un mínimo rollover de la deuda de corto plazo.

En acuerdo con la mayoría de los gobernadores, se establecieron los criterios a través de los cuales se logrará alcanzar esa meta. El esfuerzo previsto en el programa anterior de 1,3% del PIB se lograría por la vía de una reducción de gasto en términos reales y el adelantamiento, que es un monto similar, por la vía de mayores ingresos (impuestos a las exportaciones de bienes y servicios).

Si bien en la discusión del presupuesto es posible que se decidan algunos cambios, es poco probable que ellos se aparten mucho de lo acordado entre la Nación y la mayoría de las provincias. Con una mirada más larga, entre 2015 y 2019 la presión tributaria nacional aumentaría alrededor de 0.5% del PIB y el gasto primario se reduciría en casi 4% del PIB. La mala noticia es que la mitad de ese esfuerzo se habría concretado por la vía de menores gastos de capital.

El acuerdo prevé que la mejora fiscal debería continuar en 2020 (otro punto del PIB). Pero no puede detenerse allí. Si se excluye la deuda que el Tesoro tiene con el BCRA, la deuda nacional sería este año cerca de 65% del PIB. Aun suponiendo que se apreciara el tipo de cambio real a 32 pesos de hoy (ajustado por inflación) y que el costo del nuevo endeudamiento bajara a 7% en dólares, se requiere otro punto de superávit primario desde 2021 en adelante para lograr una reducción sostenida en el cociente deuda/PIB. Dado que no hay espacio para nuevas subas de impuestos (de hecho habría que financiar la rebaja gradual prevista en la reforma de 2017) y que casi no queda inversión pública nacional en el presupuesto, será necesario que el futuro presidente encare reformas estructurales profundas para reducir el peso del gasto corriente.

### *El segundo cero*

El anuncio de una banda cambiaria amplia de flotación del peso (entre 34 y 44 pesos que se ajustan al 3% mensual de aquí a fin de año en forma diaria) fue acompañado de la decisión de controlar agregados monetarios (la base monetaria) que no podrán crecer en términos nominales hasta junio de 2019 (más allá del ajuste estacional que se permitiría en diciembre). Este marco de crecimiento nominal nulo sólo se modifica si el peso toca el piso de la banda, porque allí opera como un escenario de tipo de cambio fijo donde el BCRA compra los dólares que el sector privado quiere venderle para satisfacer su mayor demanda de pesos.

La dureza monetaria se manifiesta en tasas de interés de las Leliq muy elevadas en un intento por ganar credibilidad para el ancla monetaria elegida. En la medida en que las tasas altas se prolonguen en el tiempo se generará un déficit cuasifiscal creciente. Por ello, la clave pasa por generar la confianza.

En materia cambiaria el punto de partida es muy diferente del de abril de 2018. El tipo de cambio real es bastante más realista y junto con la recesión están reduciendo en forma rápida el déficit externo. Además, el Tesoro recibirá del FMI más dólares de los que necesita para hacer frente a sus vencimientos en moneda extranjera, lo cual lo habilita a vender algunas divisas en el mercado. Y, además, el BCRA ha anunciado que puede vender US\$ 150 millones por día en todos los días de acá a finales del año en que el tipo de cambio pase el techo de la banda.

### *El diablo está en los detalles*

Más allá del esfuerzo que requiere lograr el cumplimiento de ambos ceros, hay algunos grados de libertad. En materia fiscal, el proyecto de presupuesto prevé utilizar 0.4% del PIB del Fondo de Garantía Solidario para pagar parte de los egresos asociados a la reparación histórica. En un sentido estricto, entonces, el déficit primario será 0.4% del PIB en 2019 si se cumple con el presupuesto.

En materia monetaria, la meta se fija en función de la Base, agregado que no incluye las Leliq (que son encajes remunerados). En la medida en que haya un aumento en la demanda de crédito mayor al que prevé el programa, el BCRA tendrá alguna flexibilidad de satisfacerlo sin alterar su meta, modificando la composición entre encajes sin remunerar y Leliq.

Además, cuando se ajusta por inflación la proyección de base monetaria cero, la caída real máxima se da a finales del primer trimestre del año próximo -acumulando alrededor 17% real-, cifra que es sólo algo más alta que la observada en las dos últimas recesiones.

### *El riesgo principal*

El gobierno procura reganar al menos parte de la confianza perdida y ello lo lleva a sobreactuar tanto en el frente fiscal como en el monetario. Un ajuste fiscal superior a 2% del PIB en un año electoral es una rareza y tasas de interés de intervención de 6% mensual también. Por ello se camina sobre un hilo delgado: si la confianza no se restaura pronto, la economía podría recesionar más de lo previsto en el programa y poner en duda las metas fiscales.

Sin embargo, se puede inferir de las proyecciones del presupuesto que se prevé una caída interanual de la actividad de 5% en el segundo semestre de este año (-3% en el tercer trimestre y -7% en el cuarto) y una caída de 5.5% en el primero de 2019. Si bien la realidad puede ser algo peor, no cabría esperar una diferencia significativa capaz de generar un faltante fiscal muy importante.

El principal problema es que las “buenas noticias” que aparecerán por la vía de la mejora en las cuentas externas y fiscales se darán gradualmente y ello puede demorar su efecto en el nivel de riesgo país.

Lamentablemente, reganar la confianza luego de varias decisiones desacertadas a lo largo de la gestión actual requiere un proceso bastante doloroso.

\*Economista de FIEL