

Credibilidad amenazada

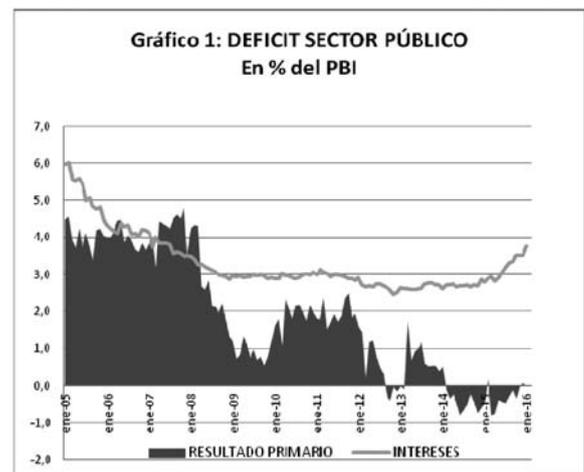
Juan Carlos Protasi

En el mes de marzo se conocieron tres datos preocupantes. Uno que el déficit público alcanzó al 3,8% del PBI en los doce meses finalizados en enero ppdo, que la inflación de los doce meses a febrero fue de 10,2% y que la economía está virtualmente estancada. Estos indicadores ponen una sombra de dudas en empresarios, inversores y sindicatos porque se habían enviado mensajes en la campaña de que estaba todo bien, que la economía estaba sólida fiscalmente, que quedaba una economía en crecimiento y que no era necesario realizar un ajuste. Pero las dudas aumentaron, cuando el presidente Vázquez en su discurso del 1 de marzo señalara como prioridad principal para 2016, “trabajar fuertemente para mantener el grado de inversión” que las calificadoras otorgaron al país en el año 2014. Las ventajas de tener grado inversor son verdaderamente fundamentales, una porque se accede a los mercados internacionales de crédito para el financiamiento de la inversión que en un país pequeño sería imposible que lo hiciera con el ahorro interno y dos porque nos cobran menos tasa de interés por los préstamos, lo que libera recursos para ser gastados en educación, salud, carreteras, etc. La prioridad asignada a este anuncio podría estar reflejando por un lado la duda en cuanto a que se vaya poder conservar el grado inversor en el futuro y por otro para que a la interna del partido de gobierno se comprenda que la economía está en una situación delicada.

Con los datos recientes parece poco probable que el gobierno llegue a cumplir con los objetivos de consolidación fiscal este año como se había programado. El año pasado, el déficit fiscal fue de 3,5% del PIB –el mayor para un año calendario desde 2002– cuando el gobierno estimó en el Presupuesto que sería de 3,3% y que en 2016 bajaría a 3,1% del PIB. El distanciamiento progresivo entre la realidad y la meta amenaza la credibilidad de la política fiscal y del propio equipo económico, lo que junto al aumento de la tasa de inflación, desaceleración de la economía y aumento de la deuda, ponen en riesgo la calificación crediticia.

El aumento del déficit se produjo durante la administración Mujica por un aumento del servicio de intereses derivado del crecimiento de la deuda, con simultáneo deterioro del Resultado Primario (ingresos menos gastos ordinarios). En el gráfico 1 se muestra la evolución de ambos agregados desde enero de 2005 como porcentaje del PBI. Cuando Vázquez asume su primer gobierno, el servicio de Intereses

era de US\$ 600 millones, pero en los diez años de gobierno frenteamplista los intereses se triplicaron, creciendo a un ritmo de 7,5% anual, y elevándose desde US\$ 600 millones a US\$ 1.750. Las circunstancias internacionales a comienzos de la administración frenteamplista hicieron que el precio del dólar cayera y el PBI aumentara, lo que permitió que los Intereses –mayormente denominados en dólares– bajaran como porcentaje del PBI, de 6% a 2,5%, liberando recursos equivalentes a 3,5% del PBI, para destinarse a otros fines como Educación, Salud, y subsidios a los sectores pobres de la población. A partir de 2015, y coincidiendo con la valorización del dólar, el aumento de la deuda y el entencimiento del PBI, elevaron los intereses al 4% del PBI. Ahora se debe recaudar más para hacer frente a los intereses, pero ocurre exactamente lo contrario por dos razones. Una porque la recaudación que en pesos crece menos que lo que aumenta el dólar y dos porque la economía se está desacelerando. El gráfico 1 muestra las divergentes tendencias.



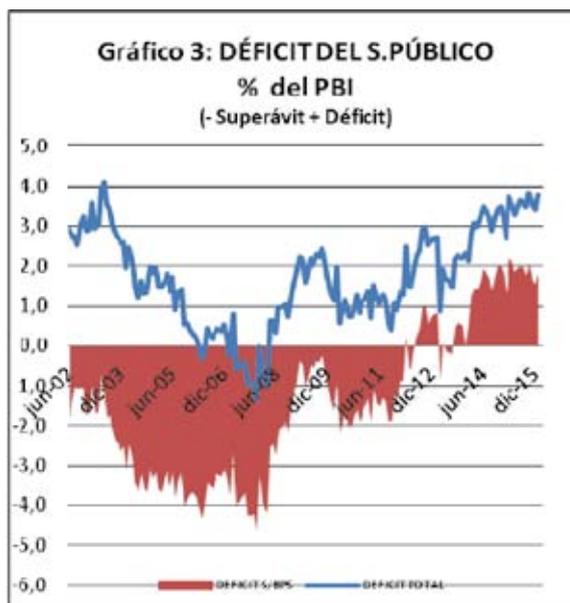
Mirando al Resultado Primario en perspectiva, éste fue positivo en un equivalente a 4,5% del PBI en los primeros años del gobierno del FA, gracias a la expansión del dólar y a la cautela de Astori para cuidar las finanzas. El resultado primario empezó a deteriorarse a partir de 2011 a raíz de pretender hacer una política contracíclica de aumento del gasto público para compensar los efectos

de la crisis de 2008 sin haber ahorrado previamente. La caída de los ingresos por menor actividad junto al aumento de los gastos, hizo que el Superávit Primario se redujera a la mitad, y más tarde a la cuarta parte hasta finalmente hacerse negativo. (Ver gráfico 1). Ya en 2014, con resultados negativos persistentes, se anticipaba la necesidad de un ajuste fiscal y la mayoría de analistas así lo hicimos saber. Astori, negó la precaria perspectiva de las finanzas públicas en la campaña electoral, atribuyendo a la oposición campañas calumniosas para afectar la confianza y credibilidad en el gobierno. En oportunidad de discutir el presupuesto en 2015, Astori, enfáticamente negó que éste fuera a empeorar. Ahora ante una innegable realidad el ministro se defiende esgrimiendo el argumento de que cuando se comenzó a armar el presupuesto hace un año, la situación no era tan mala como ahora. El gráfico 2 muestra como ya en 2014 se podía percibir el deterioro de las finanzas. Haber negado algo tan evidente, resta credibilidad a sus anuncios.



El ministro estima que la contribución de las empresas públicas, mejorará el resultado primario un poco más de 1 punto del PIB. Pero aún con esa mejora no estamos seguros que se vaya a reducir el déficit global, porque éste probablemente continúe creciendo.

El déficit crece por cuatro vías: (a) aumento de los Intereses por el crecimiento de la deuda a un ritmo promedio de 7,5% anual, (b) menor recaudación en dólares del BPS y de la DGI por mayor suba del tipo de cambio frente a los precios internos, (c) creciente déficit del BPS que como se



ve en el gráfico 3 hizo aumentar el déficit global en unos 2 puntos del PIB y (d) desaceleración económica y reducción de las plantillas laborales de las empresas contribuyentes, reducen el ritmo de recaudación del BPS y DGI y exigen un aumento del Seguro de Desempleo.

El aumento del déficit con simultánea desaceleración del PIB y valorización del dólar, conlleva a un aumento de la Deuda Pública en términos del PIB y un efecto de bola de nieve en el déficit por el servicio de intereses. Debido a que el 55% de la deuda de Uruguay está denominada en moneda extranjera (principalmente dólares), las finanzas públicas son vulnerables frente a debilitamientos de la moneda. El gráfico 4 muestra una proyección de la Deuda Pública Bruta y Neta (deduciendo los Activos de Reserva excepto los encajes bancarios) suponiendo que entre nuevas emisiones y caída de reservas la deuda neta aumente unos US\$ 2.000 en el año 2016 –equivalente al déficit actual– que el dólar aumente un 20% y que el PIB crezca 1%. La Deuda Neta se elevaría a 55%. Si la devaluación o el déficit fuesen mayores –algo no descartable– la deuda neta obviamente sería más alta.

Teniendo en cuenta que cuando Uruguay accedió al grado inversor, la Deuda Neta en términos del PIB se ubicaba en 40% –nivel que como se observa en el gráfico 4 se mantuvo estable durante seis años– y que ahora probablemente lleguemos a estar 15 puntos porcentuales por encima, no podríamos descartar que la calificación crediticia sea revisada a la baja, si no se toman medidas correctivas de mayor incidencia fiscal. El gradualismo políticamente es más sencillo de negociar internamente, pero puede resultar insuficiente para frenar el aumento de la deuda.



La situación no reviste características graves todavía, porque los problemas no están actuando con toda su fuerza. Sin embargo, la lucha entre Astori y la izquierda radical va a ser muy dura para enfrentar el estancamiento con aumento del gasto público. Si la posición más ortodoxa de Astori se debilitara y aumentara el gasto, más tarde se va a llegar a un punto donde se va a requerir un ajuste muy fuerte.

Hay una idea que, sin distinciones, une a toda la clase política por el rechazo que le genera: la de bajar el gasto público. Frente a este generalizado consenso a nivel político, cabe preguntarse si realmente sería tan terrible reducir el gasto del estado.

Recientemente se conoció el dato de crecimiento económico de Irlanda, el país europeo de 4,5 millones de habitantes que en 2008-09 atravesó una profunda crisis económica, con caída de la producción y brusco ascenso del nivel de desempleo. La economía irlandesa avanzó nada menos que 7,8% en 2015, convirtiéndose en la de más rápido crecimiento en todo el viejo continente. Entre los factores que contribuyeron a este fuerte crecimiento se

encuentra principalmente la inversión, que avanzó 28,2% y las exportaciones, que subieron 13,8%.

El caso irlandés es más que interesante. En el año 2010, el país venía de dos años de recesión profunda, el desempleo ascendía al 13,9% y el déficit fiscal se había disparado a la astronómica cifra del 32,3% del PBI, principalmente por el rescate bancario. Al año siguiente cambió el Primer Ministro y asumió el líder del llamado Fine Gael, un partido identificado con la rectitud fiscal, la mínima intervención del estado en la economía y políticas pro-mercado. Inmersos en un programa de rescate con fondos prestados por el FMI y la Unión Europea, el nuevo gobierno puso como objetivo encarrilar las cuentas fiscales. En 2011 el gasto público se redujo nada menos que en 20 puntos del producto, lo que redujo el desequilibrio presupuestario en igual magnitud. A partir de allí, el camino seguido fue siempre el mismo. El gasto volvió a achicarse otros 11,6 puntos entre 2011 y 2015, llegando al 33,9% del PBI en la actualidad, un guarismo muy reducido en comparación con la media europea e incluso inferior al uruguayo. En nuestro país el gasto público se contrajo en la crisis de 2002 desde 25,2% a 17,2% del PBI. Ambos ejemplos muestran que el gasto público se ajusta fuerte cuando hay crisis, por esto se debe actuar antes de que sea tarde. Cuando asumió el Frente Amplio en el gobierno el gasto era 22% y hasta 2015, lo elevó al 30% del PBI. Es intuitivamente obvio que ya no queda espacio para seguir aumentando el gasto.

Hoy estamos pagando las consecuencias de la irresponsabilidad de la administración Mujica fundada en la idea de contrarrestar la recesión de 2009 con más gasto público, asistencia a empresas inviables, etc. Volver a repetir el error sería imperdonable, pero no es imposible y por lo tanto la rebaja del grado inversor es una posibilidad real que tendremos por delante. ■



PATAGONIA
REALTY ADVISORS

Asesores en Inversiones Inmobiliarias

www.patagoniarealtyadvisors.com