

cene

CENTRO DE ESTUDIOS DE LA
NUEVA ECONOMÍA
UNIVERSIDAD DE BELGRANO



PRESUPUESTO 2015: UN AJUSTE POCO CREÍBLE

Del proyecto enviado al Congreso surge que los gastos en salud, asistencia social, infraestructura y seguridad estarían muy por debajo de la inflación prevista, ya de por sí irreal. Los antecedentes de otros años y la cercanía de las elecciones hacen muy dudoso el cumplimiento de estas pautas

INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA

Informe de coyuntura

Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano

Director: licenciado Víctor A. Beker

Número 130 – Octubre de 2014

PRESUPUESTO 2015: UN POCO CREÍBLE AJUSTE FISCAL

La Constitución Nacional, en su artículo 75, establece que es facultad del Congreso de la Nación la aprobación del presupuesto de la administración nacional y corresponde al Poder Ejecutivo la presentación de la iniciativa ante la Cámara de Diputados, que es taxativamente designada como cámara iniciadora de su tratamiento.

Del principio que rige en Derecho Público de que lo que no está expresamente permitido está prohibido, se deduce la norma que establece que “no hay erogación sin ley”. Es decir, el Poder Ejecutivo sólo puede gastar aquello que ha sido autorizado por el Congreso de la Nación.

Este principio, sin embargo, ha logrado ser eludido en los últimos años merced al dictado de decretos de necesidad y urgencia o resoluciones administrativas de la Jefatura de Gabinete mediante los cuales se incrementa el monto del gasto público más allá de lo autorizado por el Poder Legislativo.

Así, el presupuesto para 2014 contemplaba un gasto total de 859 millones de pesos. Pero ya en los primeros ocho meses el Poder Ejecutivo aumentó las partidas de la administración pública nacional en un 26,1 por ciento (224.780 millones de pesos extras de gasto presupuestario). Una parte significativa de este incremento se financia mediante la emisión monetaria.

De esta manera, se viola el principio de que “no hay erogación sin ley”. Con esta perspectiva es que debe analizarse el proyecto de presupuesto 2015 elevado al Congreso de la Nación para su aprobación por el Poder Ejecutivo.

Lo primero que llama la atención es que la hipótesis de inflación es de un 15,6 por ciento frente a una variación de precios en 2014 que se estima entre 35 y 40 por ciento. Pero llama aún más la atención que se prevea un incremento del gasto público de apenas el 13,2 por ciento, por debajo incluso de la hipótesis oficial de inflación. En cambio, se prevé un aumento en los recursos del 28 por ciento, casi el doble de la tasa prevista de incremento de precios. Ello requiere suponer un notable aumento en la actividad económica o en la eficiencia recaudatoria o en ambas. Pero dado que el aumento previsto en la actividad económica es de tan solo un 2,8 por ciento, ello significa que se espera un

espectacular avance en la eficiencia recaudatoria...o una inflación cercana a la de 2014.

Sea como fuere, un aumento en los ingresos de un 28 por ciento y del gasto en tan solo el 13,2 por ciento implicaría un notable ajuste fiscal... si se llevara a la práctica. Pero los antecedentes de años anteriores y el hecho de que 2015 sea un año electoral hacen poco creíble que se lleve a cabo tal ajuste.

¿Cómo prevén los técnicos de Economía que elaboraron el presupuesto que se llevaría a cabo tal ajuste?

En primer lugar, incrementando en tan solo el 8,5 por ciento el presupuesto destinado a la salud pública; en segundo lugar, aumentando en solo el 11,0 por ciento lo asignado a promoción y asistencia social y en 11,2 por ciento el gasto en infraestructura. El otro rubro que crecería por debajo de la inflación estimada es seguridad, con un 12,9 por ciento de incremento.

Es decir, la filosofía que parece presidir este ejercicio es que el ajuste debe recaer sobre los sectores más necesitados, principales destinatarios de los rubros sujetos a ajuste. ¿Será esto lo que reside en el subconsciente de la autoridad económica?

Reestructurando la reestructuración de la deuda



Barry Eichengreen es profesor de Economía y Ciencias Políticas de la Universidad de California, Berkeley, y fue asesor senior de políticas en el Fondo Monetario Internacional. Este artículo fue publicado por Project Syndicate en <http://www.project-syndicate.org>

A veces las peores intenciones dan los mejores resultados. Esto ocurre, de forma inesperada, con la deuda argentina.

La historia comienza con la crisis financiera de Argentina en el período 2001-2002. No hay duda de que la crisis dejó al país incapaz de pagar sus deudas. Pero Argentina no se hizo de amigos esperando cuatro años para negociar con sus acreedores y luego ofreciendo condiciones que eran mezquinas si se las compara con los estándares de las reestructuraciones de deuda anteriores.

Aún así, los términos eran aceptables para la gran mayoría de los acreedores del país, quienes intercambiaron sus viejos bonos por otros nuevos a razón de 30 centavos por cada dólar. Todos, a excepción de algunos *holdouts* que compraron los bonos restantes muy baratos y acudieron a los tribunales, en concreto a la Corte del Distrito Sur de Nueva York, pidiendo ser pagados en su totalidad.

Esta estrategia quijotesca tuvo un éxito inesperado cuando el juez federal Thomas Griesa falló a favor de los *holdouts*. Griesa reinterpretó idiosincráticamente la cláusula *pari passu*, o de igualdad de trato, en los contratos de deuda en el sentido de que los fondos "buitre" que se negaron a participar en el canje de deuda anterior deberían recibir no 30 sino 100 centavos por dólar.

El fallo de Griesa amenazó con imputar desacato al Bank of New York Mellon, el agente del gobierno argentino, si pagaba a otros tenedores de bonos sin pagarle también a los buitres. Con la prohibición efectiva del pago de su deuda en los términos renegociados, Argentina no tuvo más remedio que entrar en default otra vez.

Esto no fue un episodio del que cualquiera saldría oliendo a rosas. Las duras tácticas de Argentina y sus políticas erráticas no se ganaron el cariño de los inversores. Los buitres no mostraron escrúpulos en aprovecharse a costa de los contribuyentes argentinos. Ellos ahora están desplegando la misma estrategia contra la República Democrática del Congo, uno de los países más pobres del mundo.

Griesa, por su parte, no mostró ningún reparo en dar vuelta un orden financiero en el que los canjes basados en el mercado de bonos viejos por otros nuevos se utilizan para reestructurar las deudas de los países que no pueden pagar. Al hacerles imposible a los países soberanos la reestructuración, efectivamente los vuelve incapaces de pedir prestado en los Estados Unidos. Haciendo caso omiso de los precedentes anteriores y de todo el sentido común económico, puso a los mercados financieros internacionales en el caos.

Esto dio lugar a varias sugerencias para reformar los mercados de deuda soberana. Resucitando ideas expuestas tras el anterior default de Argentina, algunos expertos propusieron la creación de un tribunal internacional de quiebras en el FMI. Otros sugirieron que Argentina podría emitir bonos bajo la ley europea o, incluso, nacional.

Pero la experiencia ha demostrado que los tenedores de bonos no están dispuestos a subordinar sus reclamos a algún tribunal internacional de quiebras no experimentado. Algo que les gustaría menos sería contraer obligaciones cuyos términos fueran regulados por tribunales fáciles de manipular como los de Argentina. En cuanto a los préstamos en divisas europeas, Griesa se apresuró a declarar que sus resoluciones cubrirían dichos bonos también.

Afortunadamente, existe una solución sencilla a estos problemas. Los inversores pueden acordar que se inserte una cláusula en los contratos de deuda que no deje lugar a los fondos buitres.

En primer lugar, podrían aclarar la cláusula *pari passu*, especificando que garantiza un trato igualitario para los tenedores de bonos *existentes*, no para los tenedores de bonos existentes y los tenedores de bonos anteriores cuyas solicitudes ya se extinguieron.

En segundo lugar, los emisores podrían agregar "cláusulas de agregación" que especificaran que un acuerdo apoyado por una mayoría calificada de los tenedores de bonos de un país, por ejemplo, dos tercios, se extendería a todos.

Ya hubo intenciones, luego del default anterior de Argentina, de agregar "cláusulas de acción colectiva" que les permitieran a los titulares de una emisión de bonos individuales tomar un voto vinculante para aceptar una oferta de reestructuración.

Pero esto todavía les permite a los buitres bloquear el proceso mediante la compra de una tercera parte de una emisión de bonos en particular. Por el contrario, la compra de un tercio de la totalidad de la deuda de un país, como se requiere para una posición de bloqueo cuando todos los tenedores de bonos votan juntos, es una propuesta enteramente más costosa.

En 2003, en un artículo publicado en la *American Economic Review*, Ashoka Mody y yo planteamos el caso de estas estipulaciones. Ellas son, básicamente, lo que la Asociación Internacional de Mercado de Capitales, que agrupa a los principales inversores y emisores, ha aceptado ahora aplicar, sujetas a algunos detalles adicionales que no necesitan ser examinados aquí.

¿Por qué no sucedió antes? La respuesta es que conseguir que los inversores se pongan de acuerdo es como arrear gatos. En este caso, se requiere un fuerte liderazgo detrás de la escena por parte del Tesoro de los Estados Unidos.

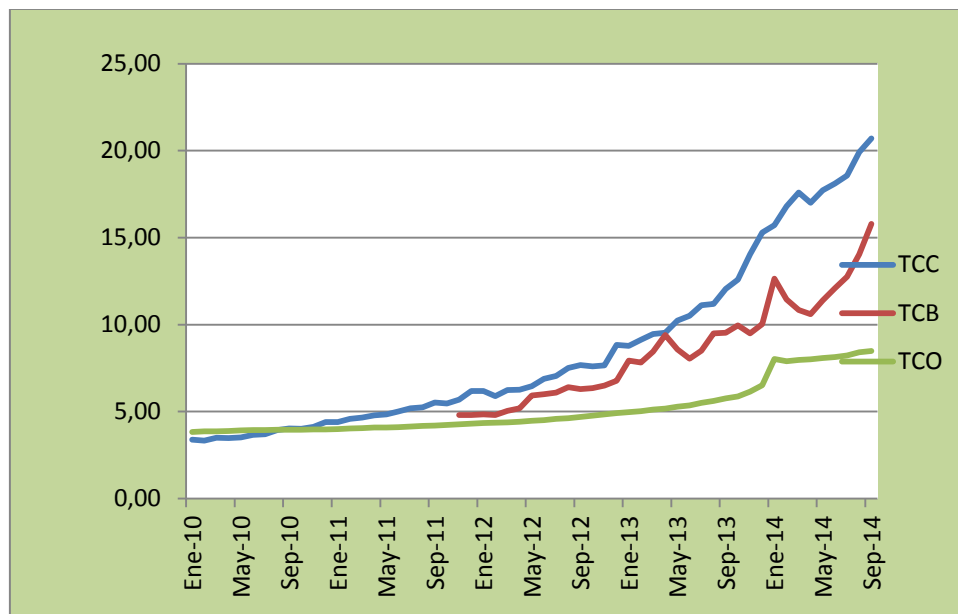
El acuerdo no es perfecto, y los problemas permanecen. Debido a que las nuevas disposiciones contractuales no se introducen fácilmente en los bonos viejos, serán necesarios varios años antes de que las cláusulas queden incluidas en la totalidad del monto de la deuda. El establecimiento de un tribunal internacional de quiebras sería una solución mucho más eficiente, pero no por ello factible. Los inversores fueron sabios al reconocer que, en los mercados internacionales de capital, lo perfecto es enemigo de lo bueno.

El tipo de cambio de convertibilidad superó los \$ 20

El tipo de cambio de convertibilidad (TCC) se ubicó a fines de septiembre en \$ 20,71 mientras el oficial (TCO) cotizaba a \$ 8,49 y el blue (TCB) era reportado a \$ 15,80.

El tipo de cambio de convertibilidad es el tipo de cambio que posibilitaría al Banco Central hacer frente con sus reservas en moneda extranjera al total de sus pasivos en pesos (base monetaria más letras y notas del BCRA menos redescuentos y adelantos).

Es decir, el tipo de cambio de convertibilidad es el que debería regir para que el total de las reservas del Banco Central respalden las obligaciones en pesos de esa institución. De hecho, viene actuando como una suerte de techo para la cotización del llamado dólar blue.



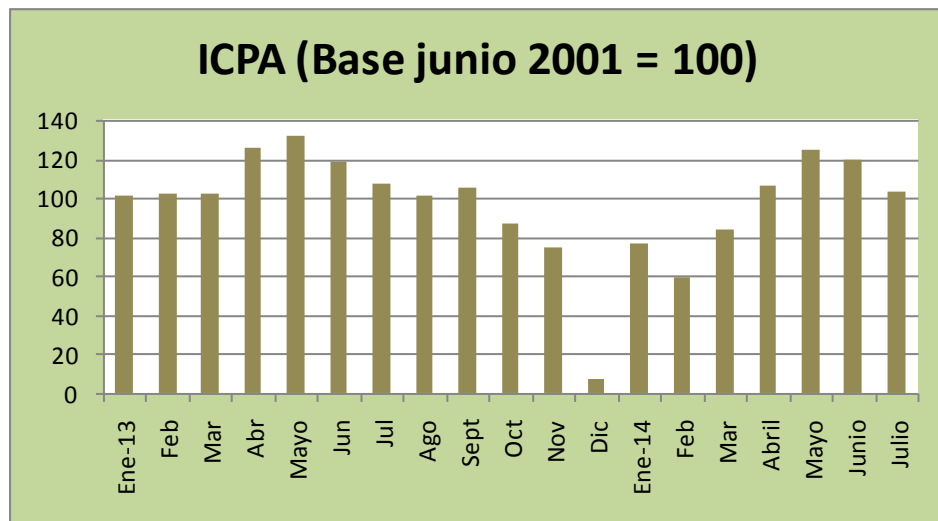
Volvió a caer en julio la capacidad de pago de Argentina

En el mes de julio, el Índice de Capacidad de Pago de Argentina (ICPA) experimentó un nuevo retroceso al ubicarse un 13,74 por ciento por debajo del valor registrado en junio y un 3,84 por ciento por debajo del mismo mes de 2013. La caída registrada en julio fue motorizada por la fuerte merma en el saldo de la balanza comercial. En efecto, el mes cerró con un superávit comercial de 803 millones de dólares contra 1.379 alcanzados en junio pasado.

En cambio, mejoró levemente la situación fiscal aunque el Banco Central debió hacerse presente con una contribución de 8.300 millones de pesos. Sin esa contribución, el superávit de 768 millones de pesos se hubiera convertido en un déficit de 7.532 millones.

Finalmente, tuvieron leves declinaciones el tipo de cambio real y la posición de reservas del Banco Central.

Recordemos que el ICPA se elabora sobre la base de un promedio de cuatro indicadores: resultado fiscal primario medido en dólares oficiales, tipo de cambio real, reservas del Banco Central y saldo de la balanza comercial.



Índices de inflación

Publicamos a continuación las variaciones mensuales y anuales de índices de precios al consumidor provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y el Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano del INDEC.

Distrito	Variación agosto	Variación anual
Nación	1,30 %	
CABA	2,30 %	40,11 %
San Luis	2,50 %	44,65 %
Tierra del Fuego	2,08 %	36,92 %

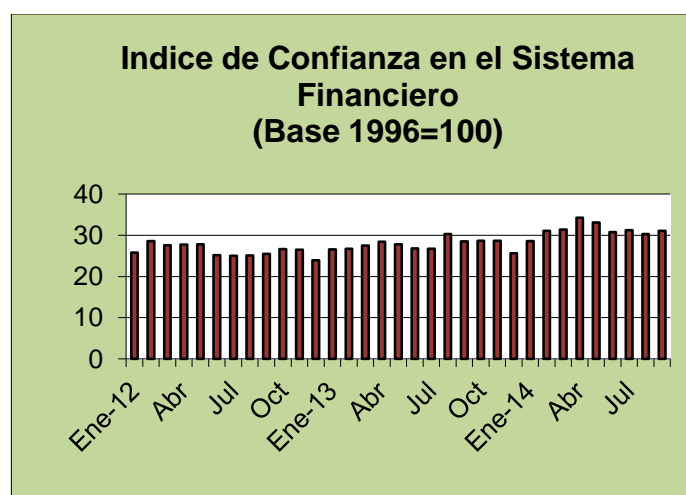
Creció el Índice de Confianza en el Sistema Financiero

El Índice de Confianza en el Sistema Financiero (ICSF) creció un 2,28 por ciento en septiembre con respecto a agosto y un 8,90 por ciento en relación con el mismo mes de 2013.

El avance se verificó merced a la recuperación registrada en el monto de los depósitos a plazo fijo en pesos y pese al retroceso experimentado por los denominados en dólares.

Ello indicaría que parte de los excedentes transitorios de liquidez se vuelcan a depósitos a plazo mientras, en cambio, se mantiene la tendencia descendente en los depósitos en dólares.

La consolidación del ICSF en torno a los 30 puntos indica un incremento respecto a los valores alcanzados en 2013 y 2012, lo cual indicaría que, frente a las crecientes dificultades para acceder a instrumentos dolarizados, ha habido un incremento marginal de los depósitos en moneda nacional.



Índice de Confianza en el Sistema Financiero

Base 1996=100

2012		2013		2014	
Ene	25,78	Ene	26,59	Ene	28,56
Feb	28,61	Feb	26,74	Feb	31,04
Mar	27,55	Mar	27,49	Mar	31,41
Abr	27,71	Abr	28,43	Abr	34,27
May	27,78	May	27,76	May	33,10
Jun	25,16	Jun	26,82	Jun	30,76
Jul	25,01	Jul	26,68	Jul	31,20
Ago	25,11	Ago	30,29	Ago	30,28
Sept	25,49	Sept	28,53	Sept	31,06
Oct	26,66	Oct	28,62	Oct	
Nov	26,48	Nov	28,63	Nov	
Dic	23,94	Dic	25,66	Dic	