

03 de agosto de 2018

## Las metas fiscales y los desembolsos del FMI

El aumento del costo crediticio para nuestro país transformó un acuerdo precautorio con el FMI (*stand-by*) en un préstamo imprescindible para cubrir el programa financiero del 2019. Los desembolsos del Fondo permiten que los montos a refinanciar en los mercados de deuda se reduzcan notoriamente.

Suponiendo que se refinancian las dos repos con bancos privados, el vencimiento con el Club de Paris y el Gobierno consigue ir renovando un 50% de los vencimientos de letes, las emisiones en el mercado rondarían los U\$8.000 millones hasta finales del 2019. Ese monto no tiene en cuenta las obligaciones contra el mismo sector público (incluido el BCRA). Menos del 2% del PBI en 16 meses, aún en este contexto, deberían conseguirse.

Ahora bien, este monto supone que la plata del FMI efectivamente llega según el cronograma pactado. En un próximo *Resumen* detallaremos las necesidades financieras. En esta ocasión, nos centraremos en los números y la factibilidad de lograr las metas fiscales.

### Los números hasta el primer semestre

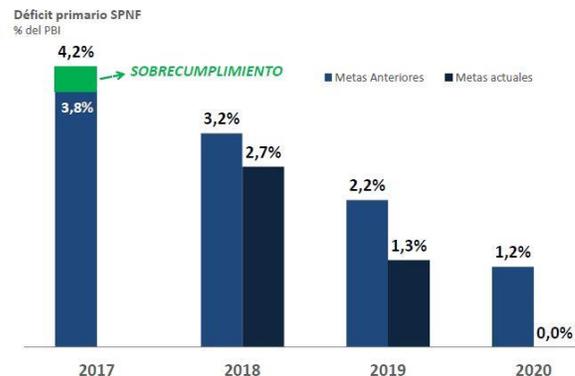
El sendero fiscal acordado establece un déficit primario del 2,7% para este año (3,2% meta anterior), del 1,3% para el 2019 (2,2% meta anterior) y alcanzar el equilibrio fiscal primario para el 2020 (1,2% meta anterior). Una aclaración importante. La principal y más desafiante condicionalidad del FMI es la meta fiscal. El sendero de inflación establecido en principio no es un condicionante directo, dado que de incumplirse, abriría un periodo de consultas por parte del FMI al Banco Central.

Durante el año corriente el Tesoro viene sobre cumpliendo las metas intermedias establecidas. En el primer semestre los ingresos crecieron 7 puntos porcentuales por encima de los gastos (26% vs 19%), lo que permitió reducir el déficit primario en un 26% con respecto al primer semestre del 2017. El Tesoro viene haciendo los deberes fiscales. El problema es que arrancó a

hacer los deberes recién en el último trimestre del 2017. La actual coyuntura pone de manifiesto dos errores que a mi juicio le costaron caros al Gobierno (en su momento lo remarcamos). En primer lugar, el capricho político de implementar la carísima reparación histórica a los jubilados. En segundo lugar, luego de aplicar la necesaria eliminación de retenciones al trigo y maíz que fomentaban el monocultivo, otra vez el Gobierno se apuró al implementar la baja escalonada en las retenciones de soja. A nadie le gusta estar en deuda con los jubilados y cobrar retenciones, pero no debemos olvidar la restricción presupuestaria.

En los cuadros a continuación se puede ver el buen progreso en los números fiscales de los últimos trimestres. El déficit primario del primer semestre fue de \$106.000 millones, lo que representa un número cercano al 0,8%-0,9% del PBI, frente a una meta del 1,1%. El rojo primario cayó \$40.000 millones con una inflación del 30%, número más que importante.

### Metas fiscales anuales 2017-2020



### Resultado primer semestre

#### Sector Público No Financiero

En millones de \$

	I Sem -2017	I Sem -2018	var. %
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>945.828</b>	<b>1.195.000</b>	<b>26,3%</b>
Ingresos tributarios	878.580	1.073.821	22,2%
Resto	67.248	121.179	80,2%
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	<b>1.090.114</b>	<b>1.300.825</b>	<b>19,3%</b>
Prestaciones sociales	603.123	779.200	29,2%
Otros gastos corrientes	382.204	437.695	14,5%
Gasto de capital	104.787	83.930	-19,9%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>-144.286</b>	<b>-105.825</b>	<b>-26,7%</b>
% del PBI	-1,4%	-0,8%	+ 0,6%
Intereses	111.261	145.362	30,6%
% del PBI	1,1%	1,1%	0,0%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-255.547</b>	<b>-251.187</b>	<b>-1,7%</b>
% del PBI	-2,4%	-1,9%	+ 0,5%

PBI 2018 \$ 13.240.000 millones

Fuente: [www.minhacienda.gov.ar](http://www.minhacienda.gov.ar)

Extrapolando el desempeño de los ingresos y los gastos, en principio el Gobierno tiene hasta cierto margen para cumplir la meta. Sin embargo, el ejercicio de extrapolación en nuestro país no funciona muy bien. Como ya vimos en los datos de la recaudación de julio, la recesión provocará que los ingresos tributarios se muevan por debajo de la inflación en el segundo semestre. De una tasa de crecimiento del 26% promedio para el primer semestre, en julio la recaudación nominal creció al 24%. Suponiendo que la recaudación se mueve en el segundo semestre a este ritmo (menor actividad algo compensada como mayor inflación), el Tesoro debe mantener la prudencia del primer semestre para cumplir con la meta del 2.7%. El objetivo de los números descriptos no es realizar estimaciones, sólo remarcar que el sobrecumplimiento de la meta del primer semestre no le otorga mayor flexibilidad para el segundo.

La meta del 2019 es la más exigente. En el marco de las discusiones con las provincias, el gobierno dejó trascender públicamente que la meta implica un recorte de gastos de \$300.000 millones. Como muy bien explica el IARAF en sus informes<sup>1</sup>, la reducción necesaria del gasto corriente nominal para el año que viene es sustancialmente menor.

Más de la mitad del gasto primario está indexado de forma automática a la inflación pasada como: jubilaciones, pensiones, AUH y otros gastos sociales. Tomando proyecciones de Hacienda, en 2018 la inflación cerrará cerca del 30% y para el año próximo bajaría al 17%, esto implicaría un incremento del componente automático del gasto del 0.5% del PBI. Además, los números oficiales contemplan una caída de ingresos del 0.55% del PBI debido a la reforma tributaria y al crecimiento proyectado (1.5%). Por otro lado, en su proyección de gastos no automáticos, Hacienda estableció que estos caerán en 0.32% del PBI. Si a estas tres cuestiones le sumamos que el déficit tiene que caer en 1.4 puntos para cumplir con la meta, la parte no automática del gasto debería caer en 2.2% del PBI para compensar los efectos (incremento del gasto indexado, caída de la recaudación en términos del PBI y la reducción del déficit).

<sup>1</sup> Ver [Informe Económico 25](#) e [Informe Económico 22](#)

Con lo cual, en términos del PBI nominal del 2019, esto implica una reducción del gasto no indexado por casi \$350.000 millones. Bajo ningún aspecto los gastos no automáticos (que son subsidios a la energía, subsidios al transporte, obra pública y transferencias no automáticas a provincias) pueden caer nominalmente por este monto. Además, hay que tener en cuenta que difícilmente los subsidios puedan caer en términos nominales, dado que la devaluación provocó un incremento en el costo de generación. A primera vista, el acuerdo es incumplible.

Ahora bien, este número está completamente inflado, seguramente como mecanismo de negociación con las provincias. La meta es sobre el déficit y no sobre los gastos. Por eso no tiene sentido económico discutir aisladamente la reducción del gasto nominal sin considerar la dinámica de los ingresos fiscales.

Para calcular el recorte nominal del gasto no indexado también debemos agregar el comportamiento de los ingresos fiscales. En los supuestos tomados por Hacienda, los ingresos fiscales crecerían al 18.3%, lo que supone un aumento nominal de la recaudación de \$460.000 millones. Con lo cual, dado el aumento nominal de la recaudación, el recorte en el gasto no automático nominal debería estar en torno a los \$150.000 millones. Claramente no es un monto menor, pero mucho más plausible (la mitad) que el monto que dejó trascender el Gobierno.

Ahora bien, aun considerando que el Gobierno continúa achicando gastos en términos reales como en los últimos trimestres, todavía dependería que los ingresos fiscales crezcan por al 18,3% para lograr la meta. Este aumento supone una inflación del 17% y un crecimiento del PBI del 1.5%. ¿Qué pasa si la economía se contrae provocando una caída de los recursos reales?

La letra chica del acuerdo trae algo más de flexibilidad. Ahí se contemplan dos puntos. En primer lugar, el programa contempla un desvío de +0.2% del PIB de gasto social (Nota 1). En segundo lugar, por recomendación del FMI, cambia la forma contabilizar ciertos ingresos del FGS. Se podrá incluir hasta el 0,4% del PIB por año (durante 20 años) los ingresos por la venta de

la cartera del FGS (Nota 2). Con lo cual, el número final quizás sea más cercano al 1,9% que al 1,3%. De un acuerdo incumplible pasamos a un acuerdo exigente.

Por último, si bien el apoyo internacional al Presidente Macri -o el miedo al fortalecimiento del “populismo latinoamericano”- es significativo, las metas fiscales igualmente deberán cumplirse para garantizar los desembolsos. Esto nos lleva a una dicotomía bastante particular. El apoyo financiero internacional que pretende evitar la vuelta al populismo, impone al mismo tiempo metas fiscales exigentes que no favorecerán la imagen presidencial en un año electoral. Creo que la triste paridad de los bonos refleja esta dicotomía.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe

**Nota 1:** “An adjustor to the primary deficit to prioritize additional spending on pre-specified, high-impact social assistance programs. If economic conditions worsen such that the government judges either the benefits under the universal child allowance program to be insufficient or the level of enrollment becomes higher than expected, spending on this specific program can be increased by up to 0.2 percent of GDP (or AR\$30 billion) per calendar year.”

**Nota 2:** “The accounting of the revenues from pension assets held by the Fondo de Garantía y Sustentabilidad (FGS) as a result of the 2008 pension fund nationalization poses a complex methodological issue. While the budget reported an immediate increase in pension spending after 2008, it never reported the revenues (contributions) capitalized in the nationalized pension assets available in 2008. The authorities and staff agreed on an IMF technical assistance mission by end-2018, that will collect the necessary information and advise the authorities on the correct record keeping of the nationalization operation and of subsequent changes to the pension system that is consistent with sound statistical principles as embedded in the IMF’s Government Finance Statistics. Should the mission’s recommendations lead to any changes in the measurement of the budget balance, no additional policy measures would be sought or applied for the purposes of the IMF-supported program. For the time being, the value of pension fund assets seized in 2008 will be spread over time as revenue to partially offset future pension spending. In particular, the amount will be divided by the average life expectancy of contributors to those schemes at 2018, that is 20 years. The limit on the amount to be recognized as revenue shall be 0.4 percent of GDP per year.”