

Síntesis del anuncio de medidas fiscales y el programa financiero – Septiembre 2018

- ✓ En el marco de la corrida cambiaria el gobierno anunció un paquete de medidas fiscales y un programa financiero orientados a conseguir un adelanto de los desembolsos del FMI. Se trata de un incremento del ajuste fiscal respecto a lo que se había acordado con el Fondo, la implementación de retenciones a las exportaciones y una propuesta financiera que solo incluye los vencimientos de la deuda, dejando afuera los requerimientos de divisas por la vía de la fuga de capitales al exterior y el resultado comercial y de servicios. El gobierno insiste en la idea de que los problemas heredados surgen de los desequilibrios fiscales cuando de lo que se trata es de la falta de divisas amplificada por la valorización financiera cuyas condiciones desarrolló el propio gobierno.
- ✓ La elaboración de esta nueva propuesta del gobierno se realizó sobre supuestos que merecen destacarse. El gobierno espera que el PIB en 2018 se contraiga en un 2,4% y que la inflación trepe al 42% interanual en diciembre cuando en el acuerdo con el FMI el límite superior era del 32%. En 2019 se plantea un estancamiento económico y que la inflación alcance el 25% (4 puntos más que la inflación superior prevista en el acuerdo de junio).
- ✓ En lo que concierne a las cuentas fiscales se propone alcanzar el déficit (primario) cero en 2019. Por el lado del gasto público se espera una reducción de 1,4 puntos del PIB, donde se destaca un fuerte recorte en la obra pública y en la masa salarial, de alrededor del doble de lo que se proponía en el acuerdo de junio. Los subsidios se reducirán en 0,5 puntos del PIB, lo cual no es significativamente superior del acuerdo anterior (0,4 p.p.) ya que la devaluación incide en las tarifas dolarizadas por el gobierno y les resulta dificultoso el traslado absoluto de las mismas a los usuarios. Por el lado de los ingresos públicos se propone postergar la reducción de los aportes patronales e implementar retenciones a las exportaciones de todos los productos: \$4 por dólar para los productos primarios y \$3 para el resto. En el caso del complejo sojero los \$4 se complementan con una reducción de la alícuota al 18%. Con un tipo de cambio a \$38 por dólar, como estima el gobierno, la alícuota total sería del 28,5% cercana a la vigente antes del anuncio (25,5%). Cabe señalar que al plantear un monto en pesos en lugar de un porcentaje, este impuesto tiende a licuarse si continua la devaluación.
- ✓ Por último, el programa financiero expone las necesidades de financiamiento del gobierno y solo contempla los vencimientos de deuda y los fondos necesarios para cubrir el déficit primario, desconociendo posibles desequilibrios de cuenta corriente y fuga, bajo supuestos muy optimistas en materia de renovación de Letes y otras refinanciaciones. En total entre septiembre y diciembre de 2018 se deben financiar USD 27.000 millones y en 2019 USD 40.000 millones.

Mayor ajuste fiscal y el regreso de las retenciones

- ✓ El gobierno anunció una reducción de la meta fiscal que modifica el acuerdo original con el FMI. En 2018 se espera que el déficit fiscal alcance el 2,6% del PIB cuando en el acuerdo anterior se ubicaba en 2,7%, en tanto que en 2019 se alcanzaría el déficit cero (en el acuerdo de junio se proponía llegar al 1,3%).

Cuadro 1. Medidas anunciadas por el gobierno para alcanzar el equilibrio fiscal 2019 (en % del PIB)

Componentes	% PBI	Medidas
Déficit Primario 2018	2,6%	
+ Mayor Gasto en Prestaciones Sociales	0,3%	Se aplica fórmula de movilidad. Aumento de 2% en cantidades. Resto gasto social crece como inflación.
- Ahorro en Gasto de Capital	-0,7%	Ahorro del 50% real
- Ahorro en Subsidios Económicos	-0,5%	Traspaso Transporte Automotor. Traspaso Tarifa Social Eléctrica. Aumento gradual en cobertura de costos.
- Ahorro en Gastos Operativos	-0,2%	Congelamiento del ingreso de personal Aumento salarial como inflación. Ahorro del 20% real en Bienes y servicios
- Ahorro en Otros Gastos Corrientes	-0,2%	Ahorro del 20% real
+ Ingresos Adicionales	-0,2%	Rentas de la Propiedad, Ingresos de Capital, Pérdida 3% Anses (-)
+ Adicional por Derechos de Exportación	-1,1%	\$ 4 por dólar expo primarias \$ 3 por dólar resto de expo Reducción al 18% alícuota complejo sojero Reversión sequía (0,1% PBI)
Resultado Primario 2019	0,0%	

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.

- ✓ Para llegar a esa meta se plantea incrementar el ajuste fiscal respecto a lo acordado en junio con el FMI y aplicar retenciones a las exportaciones:

1. Una mayor reducción del gasto de capital (del 0,3% del PIB que constaba en el acuerdo con el Fondo al 0,7% en la propuesta actual).
2. En cuanto a los subsidios, el recorte será leve en relación a lo acordado con el FMI en junio. Esto se debe al impacto de la devaluación en las tarifas dolarizadas.
3. Se duplica el ajuste en la masa salarial de los empleados públicos. Se plantea el congelamiento de la planta y tras la reducción esperada del salario real en 2018 el mantenimiento del mismo en 2019.
4. Se aplicarán retenciones de \$4 por dólar para productos primarios (incluye manufacturas de bajo valor agregado y servicios y \$3 para el resto. En el caso del complejo sojero los \$4 se suman al 18% de retenciones, dejándolas en torno al 28%, alícuota levemente superior a la actual.

Financiamiento del programa financiero

- ✓ El anuncio del programa financiero se restringe a las necesidades de sustentar el déficit fiscal en lo queda de 2018 y, fundamentalmente, los vencimientos de capital e intereses de la deuda pública que, en lo fundamental, contrajo el gobierno de Macri. Es decir, excluye las necesidades de divisas por la vía de la balanza comercial y de servicios y la fuga de capitales al exterior.
- ✓ En lo que resta de 2018 los vencimientos de capital e intereses de la deuda superan los USD20 mil millones (26,8 menos 6,2 del déficit primario), que se esperan financiar con los desembolsos previstos del FMI (USD5,8 mil millones), créditos de otros organismos internacionales (USD 2,3 mil millones), nuevos préstamos y refinanciación de privados (USD5 mil millones) y un 60% de refinanciación de las Letes (USD 5,9 mil millones).
- ✓ En 2019 se espera alcanzar déficit primario cero, por lo que habría que financiar USD 15,2 mil millones de intereses, USD 13,1 mil millones de vencimientos de capital y USD 11,1 mil millones de Letes. Es decir, casi USD 40 mil millones sólo por la vía de los vencimientos de deuda. El programa espera cubrir esas necesidades con USD 11,7 mil millones del FMI (que era lo estipulado en junio, a eso podrían sumarse nuevos desembolsos), USD 4,6 mil millones de organismos internacionales, USD 12 mil millones de financiamiento privado (ya sea por refinanciación, nuevas colocaciones y Repo) y la renovación del 100% de las Letes.
- ✓ Se trata de una proyección ciertamente optimista tanto por la refinanciación plena de las Letes (máxime en un contexto donde se asiste a una retirada masiva de los inversores extranjeros de estos activos financieros) como por los requerimientos de financiamiento privado en un escenario económico de extrema fragilidad.

Cuadro 2. Programa financiero: necesidades y fuentes proyectadas de financiamiento, sep-dic 2018 y 2019 (en miles de mill. USD)

Necesidades de financiamiento	sep-dic 2018	2019
Déficit Primario	6,2	0,0
Intereses	5,5	15,2
Vencimientos	5,4	13,1
Letes	9,8	11,1
Letes en USD	6,8	9,1
Letes en \$	3,0	2,1
TOTAL	26,8	39,4
Fuentes de financiamiento	sep-dic 2018	2019
Saldo inicial de Caja	7,8	0,0
FMI	5,8	11,7
Organismos internacionales	2,3	4,6
Financiamiento privado	5,0	12,0
Refinanciación	0,8	6,7
Nuevas colocaciones	0,4	2,5
Repo	3,7	2,9
Letes	5,9	11,1
Letes en USD	4,1	9,1
Letes en ARS	1,8	2,1
TOTAL	26,8	39,4

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.