



# IEM

---

04/2019

## Informe Económico Mensual

**ABECEB**



# ASÍ LO PENSAMOS...

---



**ABRIL 2019**

**Soledad Pérez Duhalde**

Directora de Operaciones

## Camino se hace al andar

Sin dudas la “trilogía” dólar, tasa e inflación, por un lado, y la “novela” fiscal, por otro, han sido las cuestiones que mayor discusión han suscitado en el último mes en el frente de la política económica.

En un contexto de renovada incertidumbre, el repliegue de la demanda de dinero llevó al dólar bien por arriba del piso de la zona de no intervención, y a la tasa de interés a niveles super incómodos para la economía real. Y si bien en las últimas jornadas la divisa retomó un sendero bajista (afianzado con los dólares del FMI subastados por el BCRA a cuenta y orden del Tesoro) lo que le permitió al Central frenar la racha alcista en la tasa, lo cierto es que el escenario no está para “cantar victoria”. En principio, si bien hay elementos que sugieren que este año, en promedio, la robustecida oferta de dólares (más cosecha, más ventas del Tesoro) tiene chances de matchear con la demanda, no debe perderse de vista la cuestión del “timing” que jugará un papel central. El problema es que un salto puntual de la demanda de dólares (traccionado, por ejemplo, por un salto en la dolarización de portafolios derivado de la salida de los inversores desde activos en pesos como Lecaps, Lecer) puede no encontrar en un día o semana puntual la oferta de dólares suficiente, generando presiones en el mercado de cambio y retroalimentando mayor incertidumbre con impacto negativo en las expectativas.

Por su parte, en materia fiscal, la meta de déficit primario cero (o “casi cero” considerando la aplicación de ajustadores para la obra pública y el gasto social) ha vuelto a concitar la atención en un contexto de mayor debilidad a la esperada de la recaudación tributaria. De hecho, en su última revisión sobre la economía argentina, el FMI ha revisado a la baja la proyección de los ingresos fiscales para 2019 alertando sobre el hecho de que las autoridades tendrán que hacer un mayor esfuerzo al que se pensaba para dar cumplimiento al compromiso

# IEM

## Informe Económico Mensual

---

ABRIL 2019

asumido y gatillando la discusión sobre cómo se debía hacerse dicho esfuerzo. Para el FMI, el mismo debe centrarse en la captación de mayores ingresos fiscales (eliminación de exenciones de IVA, cambios en el impuesto a las Ganancias, etc) mientras que para las autoridades locales ello resulta poco realista en un año electoral (dado que ciertos cambios impositivos requieren pasar por el Congreso) por lo que la idea sería avanzar, en caso de ser necesario, por mayores restricciones por el lado del gasto público, aun cuando el margen de maniobra para ello sea muy acotado.

Lo cierto es que con varios focos de incertidumbre abiertos, lo que queda claro es que el tránsito hacia fin de 2019 se hará por un sendero sinuoso, casi sin banquina para derrapar hacia los costados. Mucha “cintura” y pragmatismo serán necesarios para ir haciendo camino al andar y habilitar un desenlace satisfactorio tanto para la trilogía dólar tasa e inflación como para la novela fiscal.



**Soledad Pérez Duhalde**  
Directora de Operaciones

# ÍNDICE

## 01. Riesgo cambiario: una cuestión de *timing*

Tras algo menos de dos meses de volatilidad cambiaria, acabamos de abrir puerta a un periodo donde la oferta de divisas mostrará un aumento significativo por la liquidación de la cosecha gruesa y las subastas diarias que el Tesoro realizará con parte de los fondos del FMI. Además, la demanda “real” de divisas seguirá contenida por la debilidad de la actividad y la mayor competitividad cambiaria. Sin embargo, de aquí en adelante se abren varios interrogantes. ¿Cuál será el incremento efectivo de esa oferta de dólares? ¿Cómo se comportará la demanda especulativa a lo largo del año? ¿Existe espacio para una nueva ronda de dolarización de portafolios?

Tiempo de lectura: 5' 30''



PÁG. 05

## 02. El riesgo fiscal entre las elecciones y el Fondo

A comienzos del mes el Fondo Monetario internacional aprobó la tercera revisión del acuerdo Stand-By que mantiene con la Argentina. Si bien, este escenario se encontraba descontado, el documento de posición del Staff del Fondo ha estado en el centro del debate público, producto de la cada vez mayor preponderancia que están tomando los riesgos fiscales en la visión del organismo. Por tal motivo, se ha desatado una discusión entre los técnicos del organismo y el gobierno sobre cómo encarar un año en donde la recaudación tributaria ha sido por lo menos decepcionante. Cada postura, se encontrará basado en distintos determinantes, pero también en diferentes horizontes temporales. Siendo que la principal preocupación visto desde el punto de vista argentino es clara: ¿Es cumplible la meta fiscal sin generar un descontento social tal que incremente el riesgo político a niveles alarmantes?

Tiempo de lectura: 7' 00''



PÁG. 11



## 01. Riesgo cambiario: una cuestión de *timing*

Que la Argentina es una economía vulnerable y frágil no es una novedad, mucho menos después del tropezón de 2018. Que el peso es una moneda debilitada (mirando tanto su dinámica reciente como la confianza que genera para el ahorrista) menos. Y que el factor político es una fuente de incertidumbre que podría desembocar en eventos de volatilidad cambiaria mucho menos. Sin embargo, creemos que aun queda espacio para aportar al análisis sobre los principales determinantes de la dinámica futura del tipo de cambio y los riesgos a los que estará sujeta la economía durante 2019.

### ¿Llegó la calma?

Tras varias semanas de volatilidad y una enérgica reacción por parte del BCRA, el dólar ha transitado algunas jornadas de verdadera tranquilidad e incluso ha vuelto a acercarse a la banda inferior, actualmente en \$/USD 39,73 (mayorista). Concretamente, desde el 05/04 la divisa retrocedió 5,2% (de \$/USD 43,91 a \$/USD 41,63). El comportamiento bajista en el mercado cambiario tiene su razón de ser *grosso modo* en los siguientes factores:

- En las últimas semanas se ha evidenciado, como en todos los abriles, una aceleración significativa en las liquidaciones de divisas por parte de las cerealeras, esto es, comenzó a aparecer oferta privada.
- El Ministerio de Hacienda dio el puntapié inicial a las subastas diarias que realizará de aquí hasta fin de año. Su monto será de USD 60 millones diarios y se realizarán, al menos por el momento, dos de USD 30 millones cada una dos veces al día.
- Más allá de medidas particulares o de movimientos estacionales, el telón de fondo de toda esta dinámica sigue siendo el fuerte sesgo contractivo de la política monetaria que no sólo sigue impactando con tasas de interés rozando el 67% sino que el anuncio de cumplimiento de meta cero extendido hasta fin de año ha marcado la cancha al asegurar un piso bien elevado para el rendimiento (nominal) en pesos de toda la economía.

Estos tres factores han ayudado por un lado a aumentar la oferta de dólares en el mercado local y, por otro lado, a contener su demanda (los primeros dos vía expectativas y el tercero de manera directa al estimular el ahorro en moneda local). No obstante, no creemos que existan sólidas razones para asegurar que la volatilidad cambiaria quedó en el pasado, incluso mirando el corto plazo.

**Escenario 2019: ¿Qué dicen los papeles?**

El Excel nos dice que este año tendremos una oferta de dólares sustancialmente mayor a la del año pasado y una demanda igual o menor. Veamos esto con un poco más de detalle.

Por el lado de la oferta, existen tres grandes factores diferenciadores respecto a 2018: el campo, Brasil y el FMI. Los dos primeros, que hacen al grueso de nuestras exportaciones, podrían significar una oferta de dólares USD9.000 millones superior a la del año pasado, suponiendo un nivel de liquidación en sintonía con el promedio histórico y un Brasil creciendo al 2% tal como lo indican hoy por hoy las expectativas del mercado relevadas por el Banco Central de Brasil. El último se trata de los USD 9.600 millones que el Fondo le autorizó al Tesoro para vender en el mercado local a través de subastas diarias.

Por el lado de la demanda, los propios efectos de la recesión y la devaluación están haciendo el trabajo sucio. Aun cuando la economía pueda comenzar a crecer en el margen en algún punto de este trimestre, dicha recuperación será lenta y muy heterogénea a nivel sectorial. De ahí que ABCEB espere una caída de las importaciones de bienes de USD 5.500 millones (-10,7%) al tiempo que la cuenta Turismo de la balanza de pagos ya ajustó dramáticamente. Con un turismo emisor que cae a razón de 15%/20% en términos interanuales y uno receptor que crece en torno al 20% i.a., la salida neta de divisas por esta vía se achicaría en alrededor de USD4.500 millones.

El otro gran componente de la demanda que queda en vilo es la compra para atesoramiento o, en términos técnicos, la formación de activos externos. En vistas de lo sucedido en los primeros dos meses del año (-35% i.a. por la propia desvalorización del peso y la caída de ingresos reales), lejos podría estar de compensar la mayor oferta neta de divisas.

En suma, en 2019 tendremos en el mercado de cambios un piso de USD25.000 millones más que en 2018 aun cuando la demanda especulativa de divisas sea igual a la registrada un año atrás.

**Escenario 2019: ¿Qué no dicen los papeles?**

En cualquier año considerado como “normal” en cualquier economía considerada como “normal”, proyectar un sendero de tipo de cambio a lo largo de un año calendario sólo consta de un ejercicio de estimación de la oferta y demanda de divisas como el antedicho. A lo sumo se podría complejizar añadiendo un análisis estacional, por ejemplo, viendo en qué periodos se suelen demandar u ofertar más dólares que en otros, pero, (i) al ser un comportamiento totalmente predecible, quedaría internalizado tanto por oferentes como demandantes y (ii) esa estacionalidad no está compuesta en ningún escenario por atesoramiento de moneda extranjera.

La enorme incertidumbre que reina en la economía argentina por motivos de público conocimiento hace de este ejercicio un método de estimación al menos incompleto. La mala noticia es que completar el ejercicio no significa dar certezas, sino que, por el contrario, se trata de poner “peros” por doquier simplemente porque nos manejamos en un contexto de miopía colectiva: >

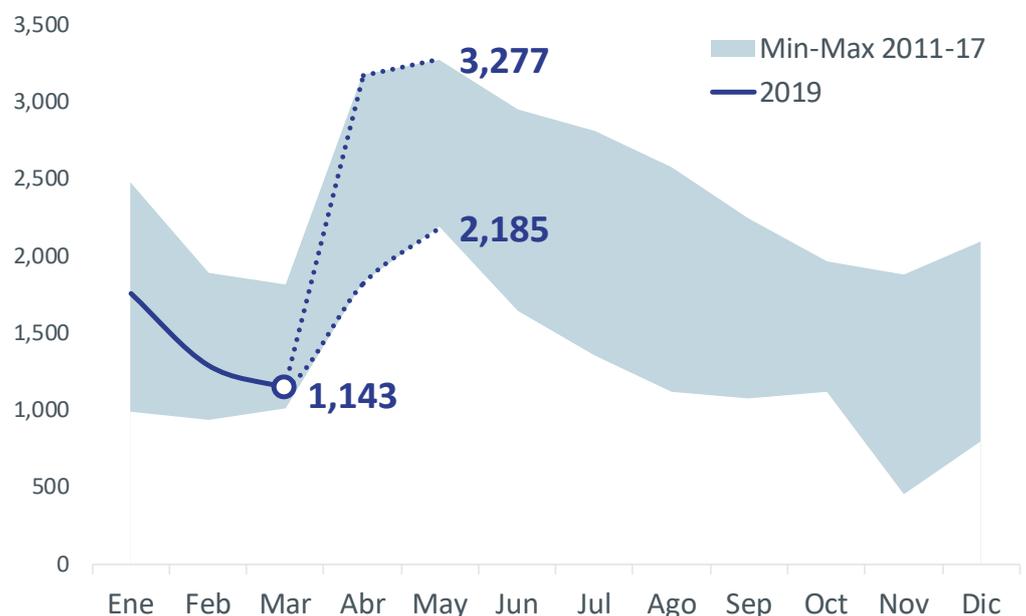
sólo vemos el corto plazo y tomamos decisiones en base a ello, haciendo del futuro más lejano un escenario muy difícil de predecir.

Por el lado de la mayor oferta de dólares que tendremos este año, existen factores de riesgo de indudable significancia. En primer lugar, la muy buena cosecha gruesa no tiene por qué convertirse en una muy buena liquidación de dólares, sino que existen varios pasos intermedios que dependen de decisiones sujetas pura y exclusivamente a expectativas sobre el devenir próximo. Por el lado de los productores, sólo están “obligados” a desprenderse del 25%/30% de la cosecha para cubrir sus deudas de la fallida campaña 2017/18 mientras que el financiamiento para la cosecha fina a iniciarse en las próximas semanas puede provenir de un *mix* de emisiones de deuda (préstamos), venta de futuros y liquidación, dependiendo de las tasas a las que pueda acceder cada productor y a las expectativas devaluatorias que tenga. Por el lado de las exportadoras de granos (las principales 5 concentran el 75% del mercado), los motivos para esperar una liquidación masiva son pocos principalmente por la gran espalda financiera con la que cuentan y los incentivos a esperar a que el periodo electoral haga lo suyo con el dólar y, consecuentemente, con la alícuota efectiva de retenciones habida cuenta de que se trata de un porcentaje inicial (18%) más una suma fija en pesos (\$4 por dólar exportado).

En el siguiente gráfico puede apreciarse que la liquidación vino atrasada hasta marzo, aunque creemos que ello se dio debido no a motivos especulativos sino a un atraso de la actual cosecha (prueba de ello es que el volumen de camiones transportadores de granos ha crecido exponencialmente en las últimas semanas) y que todo indica que veremos una aceleración, pero el nivel aun es una incógnita que dependerá del conjunto de decisiones de productores y exportadoras.

### Liquidación de divisas CIARA

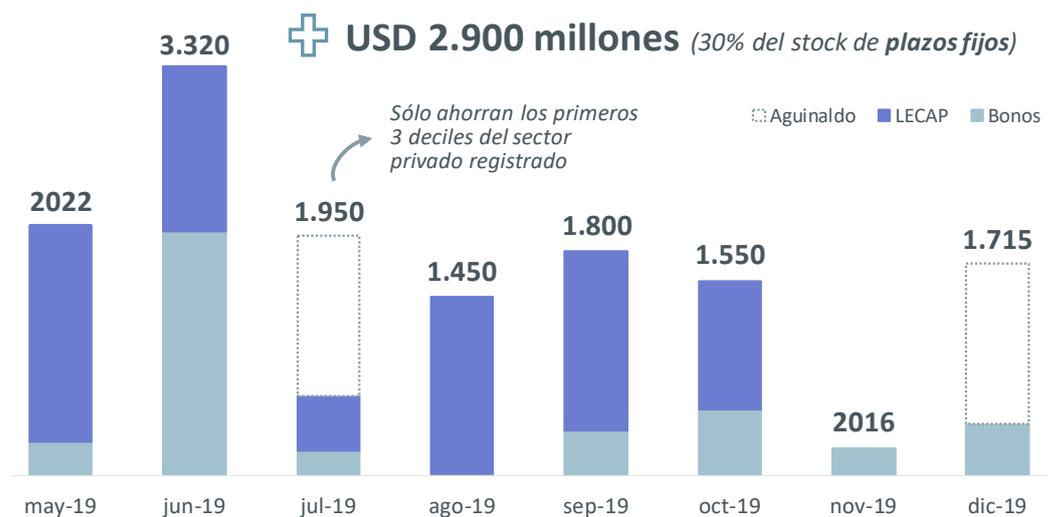
*Industriales Oleaginosos y exportadores de cereales. En USD millones.*



En segundo lugar, Brasil ya amagó durante mucho tiempo con arrancar y nos ha defraudado en varias oportunidades. De hecho, en el día de ayer el Banco Central de Brasil informó que su economía cayó 0,7% en febrero respecto al mes anterior, un guarismo muy por debajo de las expectativas privadas que casi cierra las puertas para un primer trimestre de expansión.

Por el lado de la demanda, la característica saliente en periodos de elevada incertidumbre es que suele comportarse de manera no lineal, esto es, frente a determinados gatillos pega saltos bruscos como los que vimos durante todo 2018, descolocando a la oferta y elevando el tipo de cambio de manera inesperada. En el gráfico que puede verse aquí abajo hemos seleccionado los momentos “calientes” que vemos en el horizonte dando cuenta de inyecciones de pesos que tendrá la economía y que son pasibles de ser dolarizados de manera casi inmediata si el contexto político llegara a enrarecerse aún más y ahorristas decidieran.

### Masa de pesos pasible de ser dolarizada - En USD millones



Sin dudas, junio/julio será un verdadero test para el gobierno y en particular para el BCRA, periodo en el cual vencerá el Bono Dual en moneda local que está atado a la cotización del dólar por alrededor de USD2.100 millones (principal más intereses). Teniendo en cuenta que un tercio está en manos del sector público, se trata de casi USD 1.600 que ahorristas locales y extranjeros recibirán en moneda local, siendo ambos agentes que ya revelaron preferencia por activos atados al dólar. Además, el Tesoro afrontará vencimientos de LECAP por el equivalente a casi USD1.350 millones. En la semana siguiente se inyectarán el grueso de los aguinaldos del sector privado registrado. Haciendo un supuesto sencillo sobre la proporción ahorrada por cada trabajador según sus ingresos (suponemos que sólo ahorran los primeros 3 deciles de la distribución el 50% del aguinaldo), la masa de pesos que podría dolarizarse ascendería a USD4.650 millones en el transcurso de pocos días. Todo esto en la semana siguiente a la presentación de las candidaturas para las primarias a celebrarse en agosto, un gatillo de manual.

Si bien a partir de dicho momento la economía no afrontará ningún vencimiento de envergadura, quedará pendiente un cronograma de vencimientos de LECAP de magnitud imposible de despreciar.

El otro frente por el lado de la demanda no es un análisis de flujo sino de stock. ¿Qué masa de recursos pesificados está a la orden del día para dolarizarse ante un aumento del riesgo devaluatorio? Descartando un escenario de corrida como en 2018 pero sí de mayor incertidumbre desde ABECEB estimamos que un 30% de los plazos fijos son pasibles de ser dolarizados por parte del sector privado no financiero, lo cual equivaldría a una demanda potencial de dólares cercana a USD2.900 millones. De no mediar ningún cisne negro y asumiendo que las tasas de interés se mantendrán lo suficientemente elevadas durante todo el año para contener el dólar, no existirían motivos para pensar que esos recursos puedan escaparse del circuito bancario hacia el mercado cambiario. Sin embargo, es un stock que habrá que monitorear muy de cerca en el periodo electoral.

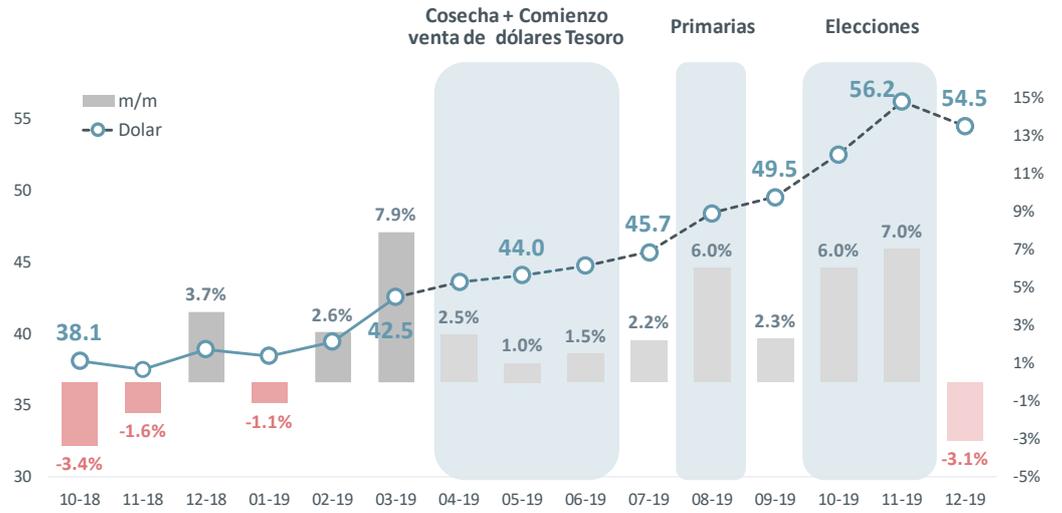
Por último, cabe mencionar que la incidencia de la política monetaria por parte del BCRA dependerá no sólo del nivel nominal de tasas (actualmente en 67%) sino que también de la inflación esperada, esto es, de la rentabilidad real que los instrumentos en moneda local les ofrezcan a los ahorristas. Tal como sucedió en enero cuando la inflación se aceleró muy por encima de las expectativas privadas y la demanda de dólares volvió a subir, cualquier sorpresa en materia de precios podría descolocar al mercado y exigirle más tasa al BCRA para no huir del peso. En ese caso el gobierno estará en la típica encrucijada argentina de los últimos años: ¿Estabilidad cambiaria o actividad?

### **Escenario 2019: ¿Qué pensamos desde ABECEB?**

Proyectar una trayectoria del tipo de cambio para cualquier economía no es una tarea muy sencilla puesto que en esa variable convergen decenas de determinantes que escapan a lo netamente económico puesto que inciden de manera directa e indirecta factores institucionales, políticos y regulatorios. Ahora bien, esta tarea aplicada a Argentina se vuelve casi una odisea habida cuenta de los bruscos vaivenes a los que está sujeta la economía día a día.

Sin embargo, esta dificultad se choca de frente con la manifiesta necesidad que existe por parte tanto del sector privado como público de tener en mente un sendero de tipo de cambio concreto y palpable, mucho más en un país como Argentina que piensa en dólares y actúa en consecuencia. En tal sentido, desde ABECEB estimamos un dólar de \$/USD 54,5 para fin de año, lo cual significaría una depreciación en torno al 40% para el año, algo por encima de nuestra actual proyección de inflación, aunque con un claro quiebre a partir de julio cuando el tema electoral termine de copar la opinión pública.

Tipo de cambio nominal - Nivel y var. m/m



[Volver al índice](#)

## 02. El riesgo fiscal entre las elecciones y el Fondo

A comienzos del mes el Fondo Monetario internacional aprobó la tercera revisión del acuerdo Stand-By que mantiene con la Argentina. Si bien, este escenario se encontraba descontado, el documento de posición del Staff del Fondo ha estado en el centro del debate público, producto de la cada vez mayor preponderancia que están tomando los riesgos fiscales en la visión del organismo.

Tal como se abordará en esta nota, una de las novedades de la revisión del acuerdo ha sido que por primera vez se muestren por escrito las diferentes posturas que tienen los funcionarios del gobierno nacional y los del FMI sobre cómo encarar este riesgo. En dicho intercambio, cabe destacar que el Fondo no ha hecho más que ser consistente con la manera en que concibe los procesos de consolidación fiscal. Por el contrario, la posición de la misión encabezada por Dujovne justamente quiso hacer notar que no puede concebirse el devenir de los próximos meses como un programa clásico, sino que el riesgo de las elecciones puede echar por tierra los equilibrios transitorios sobre los que se basa todo plan de estabilización. La pregunta que sobrevuela por lo tanto es: ¿Es cumplible la meta fiscal sin generar un descontento social tal que incremente el riesgo político a niveles insostenibles?

Comencemos poniendo los eventos en perspectiva. Si bien desde agosto pasado que la recaudación se encuentra creciendo por debajo de la inflación, en los últimos meses y particularmente en marzo dicha merma se ha acentuado de una manera considerable. Puntualmente, mientras que en los primeros tres meses la caída promedio de la recaudación tributaria fue de 8,2% en octubre dicho guarismo era de 2,5% y marzo cerró con una reducción de 10,2%. Ahora bien, a esta caída en la recaudación tributaria hay que agregarle dos factores para comprender la magnitud del riesgo fiscal.

Marzo ha sido un mes en donde los equilibrios transitorios que había alcanzado el gobierno, en términos de dólar y tasa terminaron por desacomodarse y obligaron a profundizar el sesgo contractivo de la política monetaria. Una inflación mayor a la esperada, en los primeros meses, por dicha entidad (sumado a que el frente externo ha mostrado un peor clima para los emergentes) ha generado un corrimiento del tipo de cambio, que naturalmente afectó sobre las perspectivas de la inflación. Así, ya entrado abril, no sólo los analistas sino también el propio FMI parecen no estar tan seguros de con qué intensidad se producirá la reactivación. Por lo tanto, una gran parte de los recursos que ya han comenzado a flaquear en marzo podrían continuar con su sendero de contracción en los próximos meses.

## Agrupación principales tributos. Var i.a real en porcentaje.

	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Acumulado 1er trimestre
<b>Vinculados al nivel de actividad e inflación</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>-5,7%</b>
IVA DGI	0,0%	-5,3%	-7,4%	-4,1%
Impuesto al Cheque	0,9%	-2,6%	-12,1%	-4,5%
Impuestos Internos	-23,9%	-27,5%	-22,0%	-24,5%
<b>Vinculados a los ingresos</b>	<b>-3,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-21,1%</b>	<b>-7,8%</b>
Ganancias	-2,4%	1,1%	-18,6%	-6,7%
Bienes Personales	-56,1%	18,1%	-87,7%	-58,4%
<b>Vinculados al Trabajo (Seg. Social)</b>	<b>-13,9%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-17,0%</b>	<b>-14,8%</b>
<b>Vinculados al Comercio Exterior</b>	<b>-8,3%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>-3,6%</b>
Derechos de Exportación	186,2%	106,8%	286,4%	174,3%
Derechos de Importación	-21,3%	-19,3%	-13,7%	-18,3%
IVA DGA	-31,4%	-28,0%	-28,4%	-29,4%
<b>Resto</b>	<b>-5,0%</b>	<b>-19,2%</b>	<b>53,5%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Total</b>	<b>-7,0%</b>	<b>-7,2%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-8,2%</b>

Pero a su vez, los ingresos producto de las rentas de la propiedad, que en los primeros dos meses han sido clave aportando 20.000 millones de pesos más que en el mismo período de 2018, podrían comenzar a flaquear a medida que el tesoro comience a desarmar sus colocaciones en pesos para atender necesidades de caja.

En este contexto es que el FMI ha revisado fuertemente a la baja sus previsiones de recaudación (-1,7pp del PBI). Esta contracción no sólo se debe al efecto de la recesión, que podría observarse en la reducción de la previsión en seguridad social (-0,6pp del PBI), sino también a que los ingresos por las retenciones a las exportaciones habían sido, en las previsiones del organismo, más que optimistas (se redujeron en 0,8pp). Pero también ha impactado una medida tomada por el propio gobierno y es la eliminación de los anticipos del IVA-DGA cobrados en aduana.

Ahora bien, dada esta fuerte reducción por el lado de los ingresos es que los técnicos de hacienda y del fondo han tenido que reconfigurar el escenario fiscal en su conjunto para poder sostener la idea de que el gobierno puede alcanzar el equilibrio fiscal este año. Aquí es donde se ha dado un fuerte choque de posturas, que ha sido explícito en el documento presentado ante el Board.

En % del PBI	2018	II Review	III Review	III-R vs 2018	III-R vs II-R
<b>Ingresos totales</b>	<b>25,3</b>	<b>28,1</b>	<b>26,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,7</b>
<b>Impuestos</b>	<b>17,2</b>	<b>19,7</b>	<b>18,2</b>	<b>1</b>	<b>-1,5</b>
IVA-neto de dev	7,3	7,8	7,4	0,1	-0,4
Retenciones	0,8	2,4	1,7	0,9	-0,7
Derechos de impo	0,7	1	0,7	0	-0,3
<b>Seguridad social</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>
<b>No tributarios</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Gasto primario</b>	<b>27,9</b>	<b>28,3</b>	<b>26,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>
<b>Adm Nacional</b>	<b>19,4</b>	<b>19,5</b>	<b>18</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>
Salarios	3,4	3,6	3,3	-0,1	-0,3
Bienes y servicios	1	0,9	0,8	-0,2	-0,1
Pensiones	8,9	9,7	9,2	0,3	-0,5
Gasto social monitoreado por el programa	1,3	1,3	1,4	0,1	0,1
Otro gastos de asistencia social	1,3	1,3	0,9	-0,4	-0,4
Subsidios	1,9	1,6	1,4	-0,5	-0,2
Capital	1,3	0,9	0,8	-0,5	-0,1
Otros	0,4	0,3	0,2	-0,2	-0,1
<b>Transferencias a provincias</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>
Automáticas	7,4	8,1	7,8	0,4	-0,3
Discrecionales	1,1	0,7	0,6	-0,5	-0,1

Puntualmente, el FMI le pidió al gobierno que la manera de contrarrestar la merma de la recaudación sea a través de medidas contingentes de ingresos: I) Eliminación de exenciones fiscales II) Incremento de las alícuotas diferenciadas del IVA III) Reducir la evasión impositiva.

En esta última medida, si bien pareciera en un principio algo general, detallo: “Existe la necesidad de examinar el sistema de Monotributo desde una perspectiva de política tributaria y en su relación con el impuesto a las ganancias” Para luego mencionar que existe un “abuso” en la cantidad de gente que está inscrito en dicho régimen que estaba originalmente diseñado para incorporar a trabajadores del sector privado. Así, las diferencias con el régimen general generan tanto inequidad horizontal como vertical además de la merma en los recursos fiscales.

Ahora bien, la postura del fondo ha sido totalmente consistente con su visión de la política fiscal. Tal como se desprende de los documentos elaborados por el organismo, los procesos de consolidación fiscal en América Latina típicamente han sido contractivos, estimando que en promedio una reducción del déficit de 1pp genera una caída de la actividad de en torno 0,9%. Ahora bien, para la autoridad no es neutral ni en términos de crecimiento, ni en términos de equidad si dicha consolidación fiscal se produce desde el lado de los ingresos o del gasto. En el primer caso, según los modelos estimados una consolidación tax-based tiene un multiplicador fiscal de 0,8%, mientras que una encarada por el lado del gasto de 1,2%<sup>1</sup>.

Pero también el organismo internacional ha querido cambiar su imagen tras los programas implementados en el sudeste asiático y la argentina en los 90, que le valieron una fuerte caída en su prestigio. Para esto ha incorporado conceptos como la equidad tanto en el marco analítico, y su visión en materia fiscal es clara. Dado que los ajustes por el lado del gasto profundizan la desigualdad existente, mientras que un incremento de impuestos incluso la pueden reducir, queda claro que la segunda alternativa es la recomendada<sup>2</sup>.

Teniendo en cuenta ambos conceptos, la posición del fondo es clara. Pero la posición del gobierno ha sido igual de clara y tajante: “dado el espacio limitado de maniobra durante el año electoral las reducciones en el gasto de capital son probablemente la única opción”.

Esta respuesta de Dujovne es más que esperable. Tal como se ha desarrollado el año, es ilusorio pensar que pueda existir el espacio político para poder defender un incremento de la presión tributaria en el congreso a pocos meses de la elección general. Basta a su vez escuchar las críticas con respecto a la imposibilidad que ha tenido el gobierno para mantener las alianzas en la cámara baja que propició el propio Nicolás Massot, hace tan sólo una semana atrás.

Ahora bien, el fondo dejado explicitado que deben salvaguardarse ciertos proyectos de obra pública y que a pesar de todo deben identificarse nuevas medidas de ingreso para apuntalar la credibilidad de las autoridades fiscales. Es decir, el ajuste de las cuentas públicas no puede sustentarse intertemporalmente solamente en la reducción de uno de los componentes más prioritarios como el gasto de capital en un país con fuertes déficits de infraestructura.

Ahora bien, yendo a la cuestión **principal ¿Es cumplible la meta fiscal sin generar un descontento social tal que incremente el riesgo político a niveles insostenibles?** Si bien, la respuesta obvia (siendo un latiguillo entre economistas), pareciera en este caso que hay factores que ayudan al cumplimiento de la meta como factores que con mayor o menor posibilidad de ocurrencia pueden generar un desvío.

En primer lugar, el fondo ha sido flexible aumentando inclusive los ajustadores del gasto social, llevando la meta con ajustadores al 0,5% del PBI, pero al mismo tiempo ha modificado el sendero de metas para que la economía no entre tan prontamente en la utilización de dichos ajustadores. De hecho, la meta fiscal del segundo trimestre se redujo a la mitad (de 40.000 millones de pesos a 20.000).

En segundo lugar, la aceleración inflacionaria, en el caso de que los salarios del sector privado no queden muy desfasados y por lo tanto alienten la recesión, el gobierno podrá contar con mayores ingresos nominales al tiempo que licuar el principal gasto de la administración nacional como es el sistema de pensiones. Pero, este último punto hoy en día es discutible dado el elevado costo político y el impacto en la actividad que está generando el rebrote.

Ahora bien, por el lado del gasto es cierto que la apuesta del gobierno es hacia una fuerte reducción de la obra pública, en nuestro escenario base dicha merma

<sup>2</sup> Mientras que una reducción del gasto incrementa aproximadamente el coeficiente de Gini (medido sobre el ingreso disponible) en 1,5% a 2%, los incrementos en los ingresos del fisco no sólo que tienen un impacto neutro, sino que inclusive pueden mejorar dicho indicador.

podría rondar 0,6/0,7pp del PBI incluyendo el programa de obras prioritarias. Siendo extremistas, el costo político de no iniciar una obra es cero. Aunque a medida se requieran mayores ajustes habrá que ver si la paralización de obras ya iniciadas no puede traer dolores de cabeza. Igualmente, el gobierno podrá mostrar una agenda de inauguraciones importantes para compensar este recorte principalmente en la ciudad de buenos aires y el conurbano.

Pero también, tal como se ha mencionado pareciera que la futura política de ingresos se realizará con un costo fiscal casi nulo. Si bien el anuncio de incremento acelerado de la AUH conlleva mayores desembolsos por aproximadamente 15.000 millones de pesos, ni la ampliación de precios cuidados ni la reapertura de créditos a jubilados y pensionados por parte de la Anses conllevan costos fiscales para el erario. Esta será la vía por la cual, el gobierno pretenderá conciliar mejorar la percepción y la situación social (hacer política de ingresos), sin que ello devenga en que el resultado fiscal sea inalcanzable.

Con todo, el escenario no se encuentra libre de riesgo. En primer lugar, porque la meta fiscal se encuentra claramente en tensión con la evolución del tipo de cambio. El riesgo cambiario impactaría por una doble vía en las cuentas fiscales, ya sea porque el incremento en la tasa de interés que debería utilizar el BCRA para frenar un stress cambiario podría profundizar la contracción de la actividad, como también porque en caso de ocurrir un deslizamiento del valor de la divisa se observaría una presión fuerte sobre el lado de los gastos. Ya sea de manera automática, por la partida subsidios, como por las demandas sociales que vendrían aparejadas ante el incremento de bienes sensibles como alimentos.

En función de lo anterior, el dólar no sólo marcará la agenda política, sino también los sacrificios fiscales que deberán encararse. Así, el camino luce cuanto menos sinuoso y cargado de incertidumbre, pero como dice un viejo poema: Caminante no hay camino, se hace camino al andar.

	2018	2019					
		Ingresos netos crecen como la Inflación	Ingresos netos = Inflación - 5	Ingresos netos = Inflación - 10			
<b>INGRESOS TOTALES</b>	2.601	4.081	56,9%	3.956	52,1%	3.831	47,3%
i) Reca neta de retenciones y FGS	2.504	3.698	47,7%	3.573	42,7%	3.448	37,7%
ii) FGS 0,4%		81		81		81	
iii) Retenciones	97	301	212,2%	301	212,2%	301	212,2%
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	2.975	4.081	37,2%	3.956	33,0%	3.831	28,8%
i) G. neto de Sal, Pres, y Subsidios(*) <i>Caída Real</i>	628	862	37,4%	737	17,4%	612	-2,5%
			-7,0%		-20,5%		-34,0%
Si se usaran ajustadores que lleven al déficit a 0,5%			<b>53%</b> Cumplible, muy poco factible	<b>+33%</b> Ajustadores + suba de Carga tributaria?		<b>+13%</b> Inviabile	

[www.abeceb.com](http://www.abeceb.com)