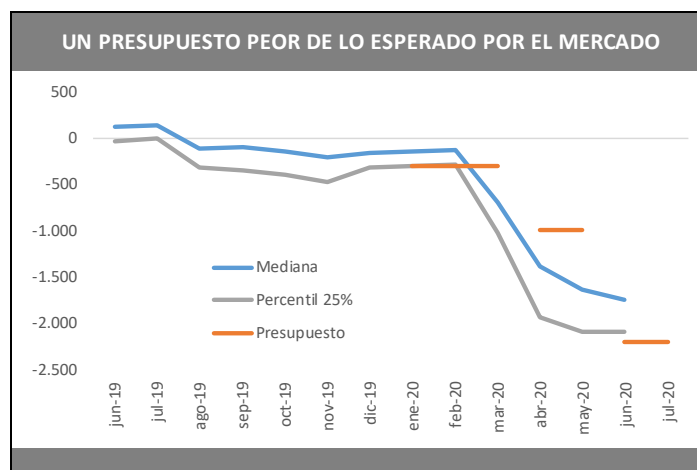


## EL ESCENARIO FISCAL ES MÁS COMPLEJO DE LO PREVISTO

30 DE JULIO DE 2020

**El Poder Ejecutivo elevó al Congreso una propuesta de ajuste del Presupuesto 2020, incluyendo el costo estimado de la crisis sanitaria originada por el COVID-19. Las cifras expuestas fueron aún peores que las esperadas por el mercado. Presentaron una propuesta con 8,1% del PBI de Resultado Primario y 11% de Déficit Financiero. Estas cifras generan preocupación, porque no se explican solamente por el efecto de la crisis sanitaria y serán el punto de partida para tratar de lograr la solvencia fiscal que garantice la sustentabilidad de la deuda.**

Hace 12 meses, cuando se proyectaban las cifras fiscales de 2020, se trabajaba sobre el supuesto de equilibrio fiscal. Esa tendencia se fue revirtiendo sobre los últimos meses del año, en un contexto de caída de actividad que hacía poco probable lograr el equilibrio. De todas maneras, las expectativas se deterioraron fuertemente a partir de marzo con el inicio de la crisis sanitaria. A partir de allí, las proyecciones empeoraron mensualmente, pero no había llegado al nivel planteado por la ampliación presupuestaria presentada esta semana.



El promedio que surge del Relevamiento de Expectativas de Mercado del REM mostraba hasta ahora un déficit primario de \$1,75 billones y solamente el 25% de las consultoras prevén una cifra mayor \$2,1 billones. Es decir que la cifra planteada por el ajuste del presupuesto se ubica en los niveles máximos de las expectativas del mercado.

Al analizar la evolución de ingresos y gastos surgen algunas conclusiones relevantes y que generan implicancias para los próximos años.

- Recursos Totales:** El Presupuesto 2020 contempla un incremento anual de los recursos totales del 11%. A esta cifra se llega por un incremento de la recaudación tributaria del 18% y de la seguridad social de apenas el 6% anual. Como referencia, el PBI nominal (proxy de la base imponible) crecería en torno al 26/27%. Esta menor suba se explica por la caída del nivel de actividad y la consecuente desaceleración inflacionaria. Otro factor de alta relevancia es el estancamiento de los recursos originados en las rentas financieras de la seguridad social (principalmente FGS ANSES) que se dan en el proceso de reestructuración de la deuda y con caída de las tasas nominales en pesos.

Datos en Mill de \$	2019	Promedio Mensual			2020	Var %
		I-20	II-20	III y IV 20		
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>3.937.074</b>	<b>362.553</b>	<b>349.089</b>	<b>375.779</b>	<b>4.389.602</b>	<b>11%</b>
Tributarios	2.209.307	190.310	208.485	236.733	2.616.784	18%
Seguridad Social	1.224.439	134.838	108.845	95.375	1.303.298	6%
Rentas de la Propiedad	223.347	18.501	7.323	24.343	223.533	0%
Recursos de Capital	119.642	5.169	10.681	16.971	149.374	25%
Resto	160.339	13.735	13.756	2.357	96.613	-40%
<b>GASTOS PRIMARIO</b>	<b>4.032.153</b>	<b>406.092</b>	<b>579.410</b>	<b>607.881</b>	<b>6.603.793</b>	<b>64%</b>
Prestaciones Sociales	1.866.686	183.538	226.502	233.687	2.632.244	41%
Gastos de Funcionamiento	705.733	68.166	71.903	55.116	750.904	6%
Transferencias Corrientes	1.125.143	140.642	259.440	265.236	2.791.662	148%
Sector Privado	836.764	101.684	203.656	139.440	1.752.662	109%
Sector Público	284.727	37.975	55.739	125.336	1.033.157	263%
Provincias	130.846	19.132	43.192	29.999	366.965	180%
Resto	153.880	18.843	12.547	95.337	666.192	333%
Sector Externo	3.652	982	44	-461	5.843	60%
Otros (déficit Empresas)	98.229	0	0	52	313	-100%
Gastos de Capital	236.362	13.746	21.565	53.789	428.670	81%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>-95.079</b>	<b>-43.539</b>	<b>-230.321</b>	<b>-232.102</b>	<b>-2.214.192</b>	<b>2229%</b>
Intereses	724.328	56.286	43.232	81.477	787.416	9%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-819.407</b>	<b>-99.825</b>	<b>-273.553</b>	<b>-313.579</b>	<b>-3.001.608</b>	<b>266%</b>

- Gasto Primario:** Se proyectó un aumento del 64%, que incluye los gastos transitorios originados por la crisis sanitaria y la inercia de ajuste del resto de las erogaciones del Tesoro. Si se excluyen todas las erogaciones que el Tesoro vincula al efecto “crisis sanitaria”, queda un incremento del Gasto Primario del 47% anual aún, incluyendo como gastos específicos a algunos que podrían considerarse inversiones o gastos estructurales. De esta manera, siempre según las estimaciones oficiales, la crisis sanitaria está generando un costo incremental de 17% del gasto primario (\$680.000 millones o 2,5% del PBI). En el análisis puntual de gastos, el salto de los egresos se ha dado en las transferencias al Sector Privado (subsidios) y en la asistencia a los gobiernos subnacionales (provincias y municipios) que perdieron recursos y no tienen capacidad de endeudarse o emitir. Esta dinámica de aumento del gasto primario se ha visto en parte atenuada por la desindexación de las jubilaciones y por el congelamiento de los salarios públicos, que se proyectan con un incremento del 6% para todo el año, claramente por abajo del ritmo inflacionario.
- Resultado Fiscal:** El Presupuesto elevado al Congreso plantea un desequilibrio primario de \$2,2 billones (8,1% del PBI), que luego del pago de intereses deja un Déficit Financiero de \$3 billones (11% del PBI). Esta última cifra es la que define la magnitud del esfuerzo que se debe hacer para financiar ese déficit. En la propuesta elevada, ese déficit se financia con transferencia de utilidades del BCRA por \$1 billón adicional en el segundo semestre y una captación de fondos netos en el mercado de capitales de \$290.000 millones.

Datos en % del PBI	2019	Promedio Mensual			2020	Var %
		I-20	II-20	III y IV 20		
<b>INGRESOS TOTALES</b>	18,4%	17,2%	16,1%	15,6%	16,1%	11%
<b>GASTOS PRIMARIO</b>	18,8%	19,2%	26,7%	25,2%	24,2%	64%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	-0,4%	-2,1%	-10,6%	-9,6%	-8,1%	2229%
Intereses	3,4%	2,7%	2,0%	3,4%	2,9%	9%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	-3,8%	-4,7%	-12,6%	-13,0%	-11,0%	266%

Este escenario planteado por el Tesoro para lo que resta del año, implicaría que en el total del 2020 el BCRA habría asistido de manera directa al Tesoro por \$2,25 billones. Este esquema cubriría el Resultado Primario, pero todavía faltaría cubrir el pago de intereses. Es ahí donde aparece la necesidad de recurrir al mercado de capitales para poder financiar el vencimiento de intereses de lo que resta del año. Eventualmente, la expansión de la Base Monetaria habilitaría a una mayor asistencia vía Adelantos Transitorios, que ayudaría a cerrar la brecha.

El objetivo principal del año 2020 pasa por atenuar el impacto de la crisis sanitaria, con la premisa de evitar el daño estructural que se produce cuando se pierden puestos de trabajo. Ahí seguirá siendo clave evitar el cierre de actividades productivas. Por eso este año el Tesoro no ha puesto el foco sobre el resultado primario, pero esto puede generar un problema difícil de revertir para 2021. En especial el nivel de resultado primario negativo de 5,6% del PBI que queda aún después de netear el costo puntual de la crisis sanitaria.

El interrogante que surge es: ¿cómo se logrará iniciar el camino hacia el superávit primario que se hace necesario para hacer sostenible la propuesta de reestructuración de la deuda?

El principal factor atenuante necesita ser el crecimiento económico y de ahí la capacidad de generar recursos y la disminución del Gasto Primario con relación al PBI. De lo contrario se puede hacer muy difícil lograr el equilibrio fiscal con un gasto primario que creció (neto de COVID) 3 puntos del PBI con respecto al año anterior. Si no se logra achicar el peso del gasto vía crecimiento, aumenta la presión para que ese ajuste se haga a partir de un ajuste de la nominalidad de la economía. Este es el principal riesgo a monitorear en los próximos meses, si los recursos genuinos no empiezan a acompañar, el riesgo de un ajuste nominal puede ir en aumento.