

## Programa Económico 2.0 (actualizado por el FMI)\*

Tras el anuncio de un préstamo *Stand By* del FMI por hasta USD 50.000 Millones por tres años, el Ministro de Hacienda y el Presidente del BCRA relanzaron en conferencia el programa económico de la administración Macri. Cabe destacar que no anunciaron un nuevo esquema sino que lo recalibraron: bajo la atenta supervisión del *staff* técnico del FMI, se modificó la velocidad del gradualismo fiscal y el tempo de las metas de inflación.

**En el frente fiscal**, el Ministro de Hacienda se comprometió a un ajuste más fuerte para alcanzar el equilibrio primario en 2020 (la propuesta original era conseguirlo en 2019 pero luego se pospuso a 2021), bajando el rojo primario de la meta del 2,7% PBI para este año a un déficit de 1,3% PBI el año que viene. Esto significa que en 2019, año de elecciones presidenciales, el gobierno de Cambiemos deberá hacer un esfuerzo fiscal de 1,4 p.p. del PBI.

En el cuadro se detalla donde se concentrará el recorte de 1 p.p. de las erogaciones primarias en 2019 (gasto de capital, subsidios y transferencia a las provincias caerán en términos nominales) y el aporte de los ingresos (+0,4 p.p. del PBI) gracias a un crecimiento del 2,5% previsto para el año entrante.

Más aún, el FMI sumó al programa fiscal el resultado financiero, que incluye el pago de intereses de la deuda pública (ver abajo) y se negoció una cláusula novedosa en la cual el Estado puede elevar el gasto en planes sociales (+0,2 p.p. del PBI) si la pobreza empeora.

Sector Público Nacional No Financiero	2017		2018		2019		Var. en p.p. del PBI	
	Millones de ARS	% PBI	Millones de ARS	% PBI	Millones de ARS	% PBI	2018	2019
<b>1) INGRESOS TOTALES</b>	<b>1.998.083</b>	<b>18,9%</b>	<b>2.523.045</b>	<b>18,5%</b>	<b>3.118.807</b>	<b>18,9%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>0,4%</b>
<b>2) GASTOS PRIMARIOS</b>	<b>2.402.225</b>	<b>22,8%</b>	<b>2.894.563</b>	<b>21,3%</b>	<b>3.337.614</b>	<b>20,3%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,0%</b>
i) Jubilaciones y otro gasto social	1.304.525	12,4%	1.696.457	12,5%	2.135.117	13,0%	0,1%	0,5%
ii) Subsidios económicos	225.706	2,1%	250.299	1,8%	236.939	1,4%	-0,3%	-0,4%
iii) Salarios y bienes y servicios	437.727	4,1%	510.186	3,7%	584.363	3,5%	-0,4%	-0,2%
iv) Transferencias corr. a Provincias	82.660	0,8%	79.391	0,6%	46.621	0,3%	-0,2%	-0,3%
v) Otro gasto corriente	143.673	1,4%	185.339	1,4%	207.779	1,3%	0,0%	-0,1%
vi) Gasto de capital	207.934	2,0%	172.892	1,3%	110.314	0,7%	-0,7%	-0,6%
<b>3) RESULTADO PRIMARIO (1-2)</b>	<b>-404.142</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-371.518</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-218.807</b>	<b>-1,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,4%</b>
<b>4) INTERESES</b>	<b>224.907</b>	<b>2,1%</b>	<b>326.891</b>	<b>2,4%</b>	<b>395.538</b>	<b>2,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,0%</b>
<b>RESULTADO FINANCIERO (3-4)</b>	<b>-629.050</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-698.410</b>	<b>-5,1%</b>	<b>-614.345</b>	<b>-3,7%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,4%</b>

Fuente: Ecolatina en Base a Ministerio de Hacienda

Existen dos incógnitas sobre la viabilidad del planteo fiscal. La primera es sobre la fortaleza política del Ejecutivo ¿puede el gobierno implementar dicho ajuste del gasto? Preocupa particularmente la aprobación en el Congreso de un presupuesto con una reducción de partidas sensibles para las provincias (Ej: transferencias corrientes a las provincias).

La segunda es sobre la factibilidad económica del ajuste fiscal. Si el PBI no crece (no mejoran los ingresos) el recorte del gasto sería aún mayor al estipulado dificultando sobremanera el cumplimiento de la metas fiscal. Vale destacar además que el ajuste pautado para 2019 reduce las posibilidades de expansión de la economía. Es cierto que un

clima favorable en la zona agrícola núcleo el año que viene podría recuperar la pérdida de actividad de este año (1 p.p. del PBI), pero el arrastre estadístico de 2018 sería nulo (o incluso negativo) y la política fiscal y monetaria será contractiva para conseguir las ambiciosas metas trazadas.

**Por el lado de la inflación**, el BCRA recuperó el control sobre la fijación de las metas (el 28 de diciembre de 2017 había perdido esta potestad a manos de Jefatura de Gabinete), y acordó con el Tesoro tres cuestiones que le otorgan mayor margen de maniobra a la hora de desacelerar la suba de precios.

En primer lugar, el Tesoro va a cancelar -anticipadamente y en Pesos- Letras Intransferibles para que el BCRA pueda recomprar/reducir el stock de LEBAC. Esta medida apunta a que el Central recupere gradualmente el control de la tasas de interés de referencia (muy elevada en un escenario de corrida para evitar que el desarme de LEBAC termine presionando al dólar). En segundo término, el BCRA va a dejar de comprar las divisas provenientes de la colocación de Deuda Pública. Esto implica que el Tesoro va a tener que venderlas en el mercado cambiario para hacerse de Pesos, mientras que el Central deja de acumular Reservas y emitir Pesos (contrapartida de esa operación). Por último, se acordó la eliminación de la asistencia al Tesoro, y el envío por parte del Ejecutivo de una reforma de la Carta Orgánica del BCRA para cristalizar legalmente la mayor autonomía conseguida.

En este contexto el presidente del BCRA anunció nuevas meta de inflación para los próximos tres años: 17% en 2019; 13% para 2020 y 9% en 2021. Además, tomó la decisión de dar de baja la meta de 2018 (que a fines del año pasado fue elevada de 12% a 15%) producto del fenomenal desvío respecto de la realidad (esperamos que el año cierre con una inflación de 28,5%). Consistente con esta medida, ayer el gobierno elevó 5% (de 15% a 20%) la pauta salarial que acordaron la mayoría de los gremios en la paritaria de 2018.

La pregunta del millón es si finalmente el BCRA podrá cumplir con la meta de inflación pactada. El saneamiento patrimonial de la autoridad monetaria (principio de solución para la bola de nieve de las LEBAC), la reducción de la emisión monetaria (por asistencia al Tesoro y acumulación de reservas), y precios relativos (tarifas y dólar) más alineados, son elementos que permiten ser optimista sobre alcanzar el 17% el año próximo. Sin embargo, tres años consecutivos de incumplimiento han minado la credibilidad del BCRA, la elevada inercia y lo que suceda con el tipo de cambio nominal serán claves.

Esto nos lleva a discutir la política cambiaria. Pese a que el Presidente del Central mencionó que intervendrá frente a tendencias disruptivas, dejó de poner un techo al dólar mayorista (oferta de USD 5.000 millones a 25 ARS/USD), dando la señal de volver a un esquema de mayor flotación como exige el FMI. Sin embargo, el Ministerio de Finanzas se comprometió a vender las divisas conseguidas por colocaciones de deuda pública en el mercado cambiario en momentos de presión, por lo que aún no se sabe cuán activa será la participación del Tesoro. Si con los dólares conseguidos se consolida la estabilidad, la tentación de planchar el tipo de cambio el año próximo son elevadas: en el corto plazo el atraso cambiario ayuda a cumplir las metas del programa económico y ganar elecciones.

Pese al relanzamiento del programa económico actualizada por el FMI, la pregunta clave sigue siendo con cuanto ingreso neto de capitales contará la economía argentina. Esta variable define la trayectoria del tipo de cambio y la magnitud del déficit externo financiable. Si contamos con apoyo de organismos financieros internacionales, un posible swap con China, y/o prestamos de un grupo de bancos internacionales, la economía Argentina podría conseguir más de U\$S 60.000 millones en los próximos meses, brindándole al gobierno de Cambiemos un dique de contención frente a nuevas presiones cambiarias (por shocks externos o internos).

Para aquellos que piensan que el problema de Argentina es de origen fiscal, dicho financiamiento será el puente para llegar al superávit primario que permite estabilizar el ratio deuda pública producto y además corrige "*pari passu*" el déficit externo, llevando a nuestro país finalmente a la senda del desarrollo.

Lamentablemente, el principal problema de nuestra economía es la restricción externa, por lo que sin una estrategia clara de promoción de las exportaciones (tipo de cambio real competitivo y apertura de mercados externos) dicho financiamiento sólo servirá para sostener por más tiempo un déficit de cuenta corriente elevado, acumulando mayor deuda en moneda extranjera. Es que este esquema es inestable (depende en demasía del ingreso de capitales) y sólo puede ser exitoso en el corto plazo (lograr estabilidad cambiaria y crecer bajando la inflación como sucedió en 2017) a costa de seguir acumulando desequilibrios externos.

**Lorenzo Sigaut Gravina, Economista Jefe de Ecolatina**