

UN ANÁLISIS SOBRE EL PROGRAMA DE FACILIDADES EXTENDIDAS ACORDADO CON EL FMI

Pablo Manzanelli

Marzo 2022

El objeto de este informe no es el de resumir el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI, sino que se orienta a analizar el “corazón del programa” o lo que resulta de mayor importancia para el devenir de la economía argentina.

Antes de abordar en esta introducción los aspectos más sobresalientes que se desprenden del estudio, cabe señalar que la información proporcionada por el proyecto y los Memorando es escasa para discernir acerca de, incluso, la coherencia interna del acuerdo. De allí que para arribar a las conclusiones se tuvieron que hacer estimaciones propias de, por ejemplo, los vencimientos de capital e intereses del nuevo programa, su impacto en las cuentas externas, e incluso del ahorro (o desahorro) fiscal que implican las medidas tributarias y de gasto público apuntadas en el mismo.

El informe se estructura de la siguiente manera. En un primer apartado se pasa revista al inédito crédito que acordó el gobierno anterior con el FMI en 2018, que no solo fue el más grande de la historia del FMI sino que sus desembolsos (44.500 millones de dólares) representaron el 65,5% del total de desembolsos que efectuó el FMI al país en su intensa relación desde 1980 a 2017. Se trató de una deuda equivalente al

10% del PIB y cuya devolución se concentraba fundamentalmente en tres años (2022-2024).

Las irregularidades de este crédito no solo obedecieron al exceso de lo permitido por la cuota, sino a que ese crédito se utilizó para financiar la fuga de capitales al exterior. Por éstas y otras cuestiones un artículo reciente* plantea que el stand by de 2018 constituye un *acto ultra vires* y, por lo tanto, debería ser declarado inválido y nulo.

Esto viene a cuento porque sirve de base para arribar a una primera interpretación de la estrategia de negociación que llevó a cabo el Frente de Todos. Dadas las irregularidades del acuerdo stand by el gobierno podría haber optado por una negociación que procure extender los plazos de devolución por encima de los reglamentos vigentes en el FMI y eliminar la sobretasa de interés. Pues bien, todo parece indicar que la estrategia del gobierno se orientó más a conseguir lo segundo que lo primero, y siempre dentro de los cánones institucionales del Fondo.

De allí que el gobierno se concentró en aminorar los condicionamientos (como las reformas estructurales y los niveles del ajuste), y no consiguió ninguna de las dos cuestiones centrales para alcanzar una mayor sostenibilidad de la deuda (es decir, la extensión de los plazos y la reducción del interés).

*Ferreira Lima, K. y Marsh, Ch., “The IMF’s 2018 Stand-By Arrangement with Argentina: An Ultra Vires Act?”, Social Science Research Network, Enero 2022

En la segunda sección se avanza en el análisis del cronograma de desembolsos y devolución del nuevo préstamo que refinancia el anterior. Al respecto resalta la delicada situación externa que se deriva del perfil de vencimientos en moneda extranjera resultante del nuevo programa con el FMI sumado a la restructuración de la deuda con privados de 2020.

Se pospone, así, una delicada situación externa para el período 2027-2032 cuando el total de vencimientos en moneda extranjera se ubican por encima de los 20.000 millones de dólares.

Sin embargo, también existen importantes restricciones de corto plazo para sostener la reactivación económica que el gobierno plantea no afectar. A los vencimientos totales en torno a 7.000-9.000 millones de dólares del período 2022-2024 se le agregan las metas de acumulación de reservas por 15.000 millones de dólares en esos años. Para enfrentar esos compromisos, y en general los requerimientos de divisas de la economía argentina, y lograr las metas de crecimiento del PIB propuestos se estima que las exportaciones deberían promediar los 91.000 millones de dólares en el período 2022-2024, lo que constituye una meta difícil de alcanzar.

En el último apartado se repasan las iniciativas en

materia fiscal sosteniendo que desde el punto de vista de la política económica el programa supone la implementación, al menos implícita, de un ajuste fiscal y monetario en el corto plazo.

En ambos casos el análisis se basa en los fundamentos empíricos del programa, que como se mencionó son escasos por lo que se complementan con estimaciones propias que en ocasiones son contradictorias con los supuestos del programa.

Tal es el caso de los subsidios energéticos que en lugar de reducirse 0,6% del PIB por efecto de la segmentación y el incremento tarifario, lo más probable es que aumenten en 0,2 puntos por el incremento de los precios internacionales. Esto pone en tela de juicio el alcance de la meta fiscal establecida en el programa y para alcanzarla deberá no solo recortarse el denominado gasto COVID (vacunas, Fondep-Fogar, Repro II, Pre-viaje, etc.), sino otros gastos corrientes y/o incrementar en una menor proporción que en la propuesta el gasto de capital.

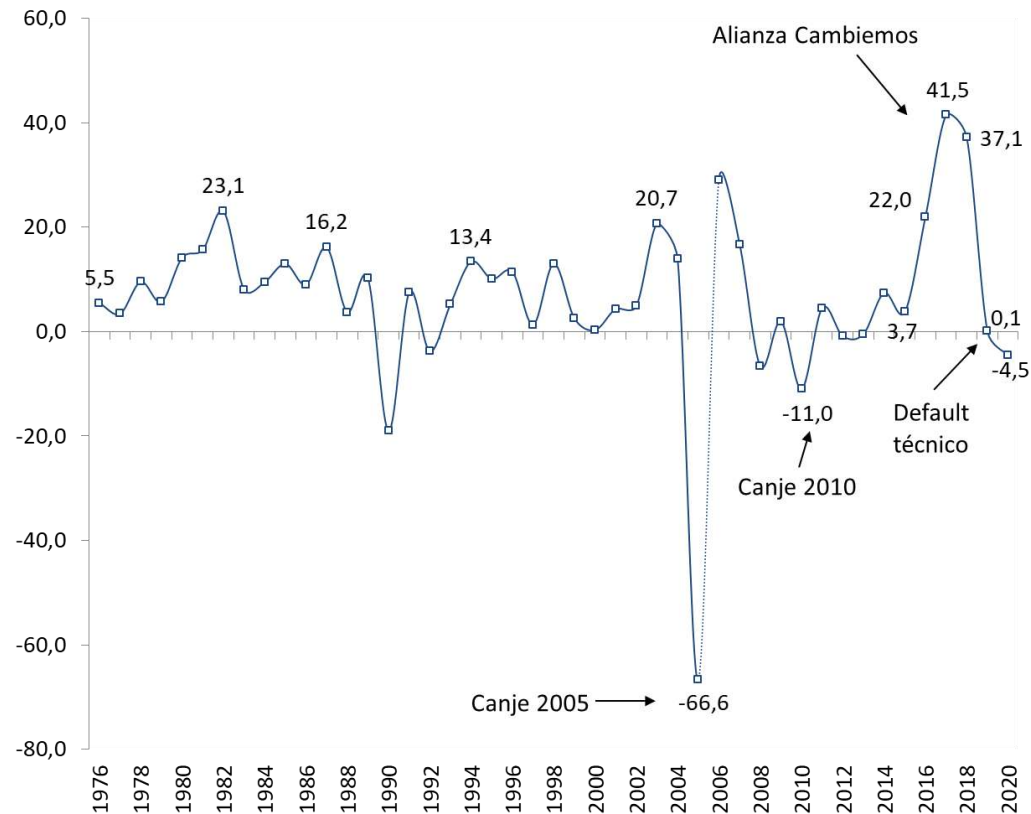
En efecto, desde el punto de vista de los objetivos que se propone el gobierno en el entendimiento con el FMI - esto es, “la continuidad de la recuperación económica” y la “expansión moderada del gasto estatal”- es poco probable que el programa sea exitoso.

1. El inédito stand by de 2018 y sus irregularidades

El insostenible endeudamiento de Macri

- ✓ La vuelta al FMI no brotó de la naturaleza ni fue un hecho ineluctable ocasionado por los problemas económicos que recibió el gobierno de Macri, sino que fue un resultado de sus políticas económicas.
- ✓ Tanto el déficit fiscal como el déficit de cuenta corriente del balance de pagos se incrementaron en el primer bienio del gobierno anterior por efecto, en el primer caso, de la reducción de impuestos a sectores de altos ingresos (las retenciones a las exportaciones entre otras) y el aumento del pago de intereses de la creciente deuda pública. Y, en el segundo caso, como consecuencia de la apertura comercial, la desregulación cambiaria y el pago de intereses de la deuda contraída. Así, a pesar del ajuste en el gasto público el déficit fiscal aumentó del 5,1% del PIB en 2015 al 5,9% en 2017, y el déficit de cuenta corriente del 2,8% a casi el 5% del PIB.
- ✓ El endeudamiento externo alcanzó magnitudes inéditas, y las consecuencias de la valorización financiera derivaron en la aceleración de la salida de capitales al exterior. Hasta el ingreso en el “default técnico” en 2019, el endeudamiento externo público fue en promedio de 33.500 millones de dólares por año entre 2016 y 2018, un nivel superior a la deuda pública contraída durante el período 1976-2001 y al salvataje financiero durante la crisis de 2002.

Flujo neto anual de la deuda externa pública en dólares constantes de 2020*, 1976-2020 (miles de millones de dólares)

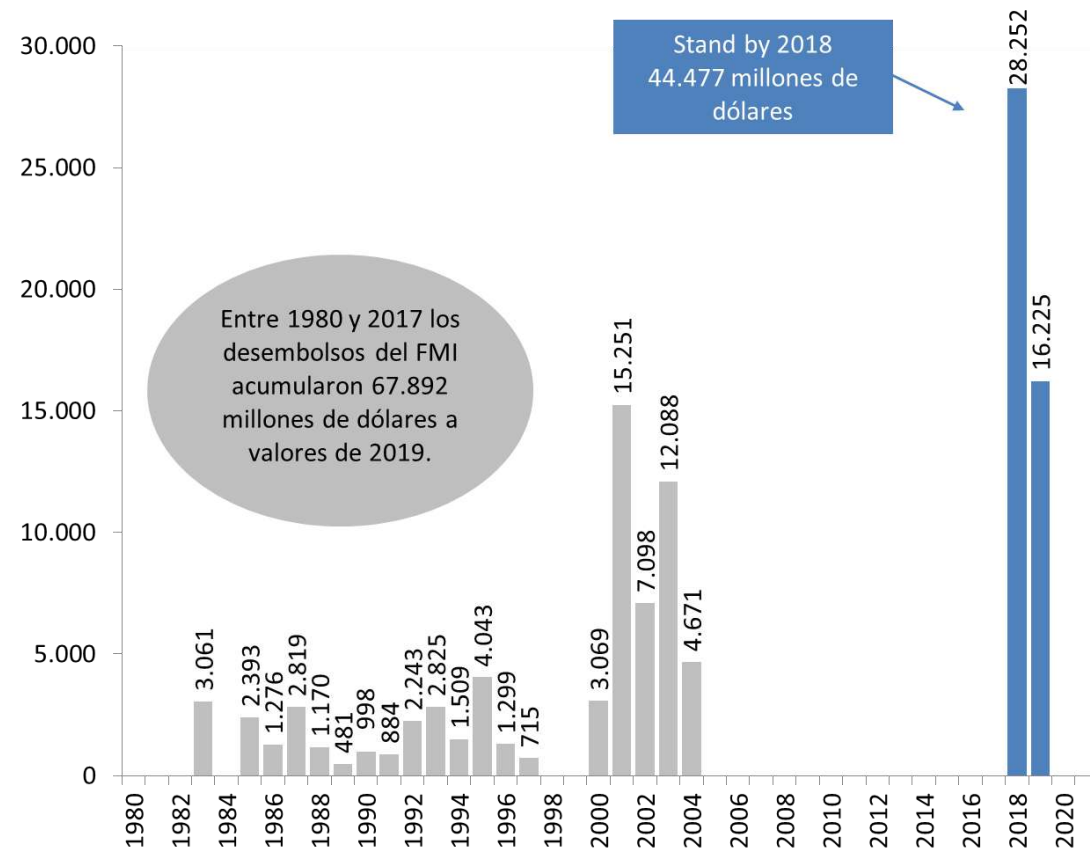


Fuente: elaboración propia en base al INDEC

El acuerdo Stand by 2018

- ✓ Del acuerdo stand by entre el gobierno de Macri y el FMI, que alcanzaba a 57.000 millones de dólares, se desembolsaron 44.500 millones, equivalente al 10% del PIB de 2019.
- ✓ Su importancia histórica es indiscutible ya que ese desembolso equivale al 65,5% del total de desembolsos que efectuó el FMI al país entre 1980 y 2017. Fue incluso superior a los salvatajes financieros en el marco de la crisis final de la primera modalidad de la valorización financiera: en el trienio 2000-2002 se desembolsaron 17.623 millones de dólares que equivalen a 25.417 millones de dólares actuales. Tal como lo plantea el propio FMI fue el mayor programa en la historia del organismo.
- ✓ Las irregularidades de este crédito no solo obedecieron al exceso de la cuota que determina el monto máximo de financiamiento que puede obtener el país por parte del FMI (alrededor de 18.000 millones de dólares), sino a que ese crédito se utilizó para financiar la fuga de capitales al exterior.
- ✓ De los 86.000 millones de dólares que se fugaron en el período 2016-2019, 45.100 fueron durante la vigencia del programa (entre mayo de 2018 y fines de 2019). Es decir, un monto similar a los desembolsos del Fondo.

Desembolsos efectuados por el FMI a la Argentina en dólares constantes de 2019*, 1980-2021
(millones de dólares)



*La serie está deflactada por el IPC de Estados Unidos.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Balanza de Pagos del INDEC y OCDE (IPC USA).

Un acto *ultra vires* (o jurídicamente nulo)

La evaluación ex post realizada por el FMI, y presentada ante su Directorio en diciembre de 2021, planteó como autocrítica del programa de 2018 que se debería haber avanzado en una reestructuración de la deuda insostenible en moneda extranjera con acreedores privados y en un esquema de regulaciones de los flujos de capitales entre fronteras para evitar que el préstamo se utilizara para formar activos externos.

El análisis jurídico de estos “errores de cálculo” va más allá. Según un artículo reciente* el acuerdo stand by de 2018 violó los propósitos fundamentales del FMI según su convenio constitutivo, lo que constituiría un acto *ultra vires* y, por lo tanto, sería inválido y nulo. Allí se sostiene que los recursos del FMI solo pueden utilizarse para asistencia temporal de la balanza de pagos con las debidas salvaguardas, siempre y cuando los recursos no se utilicen para hacer frente a una salida de capitales considerable o continua. En ese trabajo se muestra que no se implementaron las “salvaguardas” debido a: “en primer lugar, la falta de un ajuste externo; en segundo lugar, suposiciones manifiestamente irrazonables sobre ingresos de capital privado y, en tercer lugar, un importante “agujero negro” contable en la construcción del programa”.

El primer punto refiere a la escasa sostenibilidad externa

del programa, cuyo objetivo se focalizaba en el ajuste de las cuentas públicas cuando el endeudamiento era principalmente con no residentes y en moneda extranjera. El segundo consiste en una proyección excesiva y contradictoria de las entradas de flujos financieros privados que procuraron “inflar las reservas internacionales” para que cierren las cuentas del programa. Y el tercero a una inconsistencia contable de unos 20.000 millones de dólares por no considerar el déficit cuasi fiscal por los intereses de las Lebac. Asimismo, plantea que el programa sobrestimó injustificadamente la sostenibilidad de la deuda y aprobó el acceso excepcional en violación de la política de acceso excepcional del FMI de 2016.

En términos prácticos la nulidad en el marco del derecho internacional del enriquecimiento injusto significa, según el artículo citado, que “Argentina debería restituir el capital al FMI quien, a su vez, debería restituir a Argentina las tasas cobradas por el préstamo, los sobrecargos, la comisión por compromiso y los cargos por el servicio de la transacción. Teniendo en cuenta la incapacidad de la Argentina para restituir el remanente de la compra (unos 42.000 millones de dólares) de forma inmediata, sostenemos que las partes deberían negociar sobre la base del principio de equidad un horizonte temporal ampliado para la liquidación que facilite el ajuste externo sin comprometer la prosperidad nacional.”

*Ferreira Lima, K. y Marsh, Ch., “The IMF’s 2018 Stand-By Arrangement with Argentina: An Ultra Vires Act?”, Social Science Research Network, Enero 2022

2. El nuevo Programa de Facilidades Extendidas y su impacto en las cuentas externas

- ✓ El nuevo Programa de Facilidades Extendidas acordado recientemente supone una refinanciación de los vencimientos del acuerdo stand by de 2018. Cabe recordar que la deuda pendiente con el FMI alcanza a 41.809 millones de dólares, de los cuales 40.501 millones corresponden a vencimientos de capital y 1.308 millones a intereses. Lo que se refinanciarían serían los vencimientos de capital.
- ✓ El monto solicitado (31.914 millones de DEG, equivalentes a alrededor de 44.377 millones de dólares) excede los vencimientos de capital debido a que se solicita que el nuevo acuerdo cubra parte de los vencimientos del año pasado (3.670 millones de dólares) y los 722 millones de enero.
- ✓ En 2022 existe un adelantamiento de vencimientos futuros ya que ingresarían 24.334 millones de dólares, de los cuales se requieren 16.951 millones para pagar vencimientos del stand by de 2018 y están comprometidos 4.402 millones para acumular reservas internacionales netas. Hay un sobrante por 2.981 millones que engrosarán reservas brutas en 2022 y que luego se utilizarán para pagar vencimientos de 2023 y 2024.
- ✓ Desde el primer desembolso hasta septiembre de 2024 se llevarán a cabo revisiones trimestrales por parte del FMI en forma previa a cada desembolso.

Cronograma de desembolsos según el Proyecto de ley sobre el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI, 2022-2024

	Desembolsos DEG	Desembolsos USD
mar-22	7.000	9.734
jun-22	3.000	4.172
sep-22	3.000	4.172
dic-22	4.500	6.257
mar-23	4.000	5.562
jun-23	3.000	4.172
sep-23	2.500	3.476
dic-23	2.500	3.476
mar-24	800	1.112
jun-24	800	1.112
sep-24	814	1.132
Total	31.914	44.377

Fuente: Elaboración propia en base al Proyecto de ley sobre el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI en marzo de 2022.

Vencimientos estimados

- ✓ Cada desembolso tiene un cronograma de devolución que contempla 4 años y medio de gracia en los que no se pagan vencimientos de capital (aunque sí de intereses) y 6 años de vencimientos de capital en 12 cuotas iguales semestrales. En el Memorando no se explicita la tasa de interés pactada, aunque se supone que no se eliminan los sobrecargos. De allí que la tasa de interés se presume que sería del 4,05%.
- ✓ Debido a la ausencia del cronograma de devolución de la deuda en el proyecto de ley, una estimación propia de los vencimientos suponiendo un interés anual de 4,05% que se devenga en forma trimestral, indica que: En 2022 los vencimientos de interés son de 486 millones de dólares. Entre 2023 y 2025 en torno a los 1.500-1.800 millones. En 2026 se empiezan a pagar no solo intereses sino también capital, de ahí que los vencimientos totales ascienden a casi 3.000 millones. Entre 2027 y 2032 se concentran vencimientos por 7.000-8.500 millones de dólares. Así el total de los vencimientos a pagar durante el Programa asciende a 57.674 millones de dólares.
- ✓ Si se hubiera logrado eliminar los sobrecargos, los vencimientos por intereses serían de 3.447 millones de dólares en lugar de los 13.297 que resultan del acuerdo.

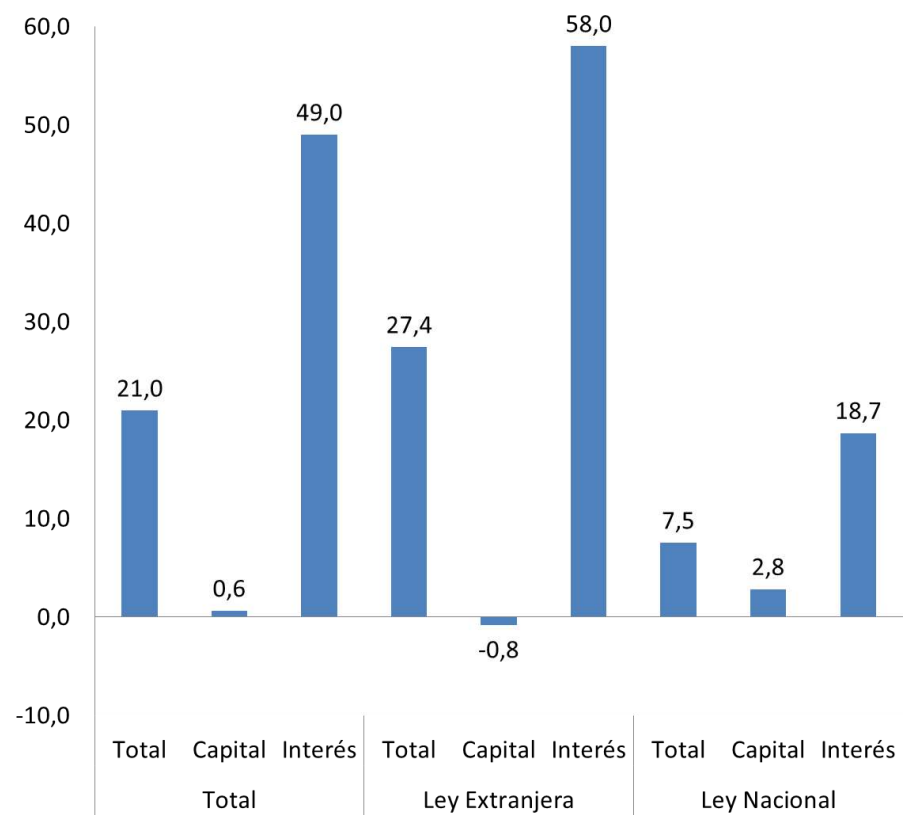
Estimación de los vencimientos totales, de capital e interés según el Proyecto de ley sobre el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI, 2022-2034 (millones de dólares)

	Vencimientos totales	Vencimientos capital	Vencimientos interés
2022	486	0	486
2023	1.443	0	1.443
2024	1.763	0	1.763
2025	1.797	0	1.797
2026	2.948	1.159	1.789
2027	6.548	4.867	1.681
2028	8.467	7.022	1.444
2029	8.548	7.396	1.151
2030	8.248	7.396	852
2031	7.949	7.396	552
2032	6.498	6.237	261
2033	2.599	2.529	69
2034	381	374	7
Total	57.674	44.377	13.297

Fuente: Elaboración propia en base al Proyecto de ley sobre el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI en marzo de 2022 y estimaciones propias.

- ✓ Evaluar la sostenibilidad del nuevo acuerdo con el FMI involucra el examen conjunto con la restructuración de la deuda con el sector privado realizada en 2020. Como ya se mencionó en informes anteriores, el canje de la deuda con privados tuvo un resultado que distó de ser satisfactorio, especialmente en lo que concierne a la restructuración bajo ley nacional. La quita nominal total fue de 27,4% para la deuda bajo ley extranjera y de solo el 7,5% para la de ley nacional.
- ✓ Esto obedece a que se reestructuró la deuda bajo ley nacional sosteniendo las mismas condiciones financieras en los instrumentos ofrecidos que en la de ley extranjera: una quita marginal del capital y una fuerte reducción de los intereses (que en promedio pasaron de 7% a 3%). Se postuló que de esa manera se fortalecían las emisiones futuras de deuda con ley local al no discriminarla en el proceso de negociación pero no se reparó en que la composición de la deuda bajo ley nacional era considerablemente distinta en materia de vencimientos de capital e interés.
- ✓ Bajo ley extranjera los vencimientos de capital alcanzaban a 66.238 millones de dólares y los de intereses a 61.057 millones de dólares al 31 de diciembre de 2019. En cambio, los vencimientos de capital bajo ley local eran de 49.733 millones pero los de intereses apenas 18.132 millones de dólares.

Quita nominal de la deuda en moneda extranjera según tipo de legislación, 2020 (porcentajes)

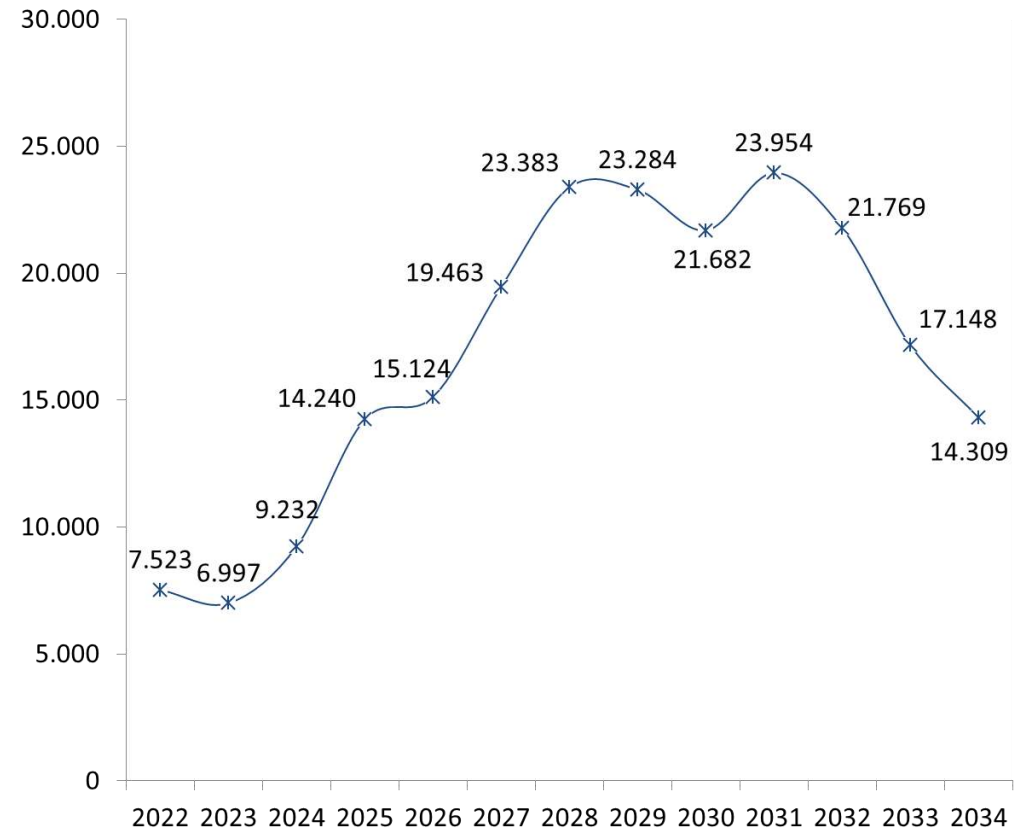


Fuente: elaboración propia en base al Informe de Coyuntura Nro 33 de CIFRA.

Perfil de vencimientos de la Administración Central

- ✓ Como resultado de la reestructuración de 2020 con privados, sumado al nuevo acuerdo con el FMI, el perfil de vencimientos en moneda extranjera exhibe una delicada situación externa, especialmente durante el período 2027-2032 cuando los vencimientos en moneda extranjera se ubican por encima de los 20.000 millones de dólares.
- ✓ Sin embargo, desde el punto de vista de los límites a la reactivación económica que se derivan del frente externo, los efectos del acuerdo con el Fondo y de la reestructuración con los privados también exhiben limitaciones de corto plazo.
- ✓ Para ello deben considerarse no solo los vencimientos de entre 7.000-9.000 millones de dólares del período 2022-2024, sino la meta que supone el cronograma de acumulación de reservas internacionales netas de 15.000 millones de dólares a lo largo del programa y que en 2022, 2023 y 2024 ascenderían a 5.800, 4.000 y 5.200 millones de dólares, respectivamente.
- ✓ Cabe aclarar que de esos 15.000 millones solo 4.402 millones que ingresan del acuerdo con el FMI en 2022 permiten acumular reservas.

Vencimientos totales de capital e intereses en moneda extranjera de la Administración Central, 2022-2034 (millones de dólares)



*

*Excluye las Letras intranferibles del BCRA (deuda intra sector público entre el BCRA y el Tesoro Nacional que el BCRA no puede transferir al sector privado) e incluye los vencimientos estimados del Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI.

Fuente: Elaboración propia en base el Ministerio de Economía y estimaciones propias.

El gobierno supone que las divisas necesarias podrían obtenerse de una fuerte expansión de las exportaciones (para lo que impulsa diversas reformas), la expansión del crédito de organismos internacionales y países bilaterales, y la inversión extranjera directa. Ciertamente es más probable que se avance en los dos primeros supuestos que en el tercero. Aun así las exigencias del programa son considerables y pueden afectar la recuperación económica.

Un ejercicio simple permite sacar algunas conjeturas al respecto. Dada la escasez de información acerca de las proyecciones macroeconómicas que tiene el proyecto de ley se realiza un ejercicio arbitrario que, basado en el “espíritu” del programa, tiene por objeto dimensionar el problema externo más que hacer proyecciones que rara vez ocurren. Entre los principales supuestos cabe señalar que:

a) siguiendo lo esbozado por el proyecto respecto al impulso de la inversión extranjera como fuente de divisas, se parte del supuesto que más que se triplica la inversión extranjera respecto a 2021;

b) el ingreso de crédito internacional financia el 100% de los vencimientos de capital en moneda extranjera. Es probable que, tal como lo supone el acuerdo con el FMI, se verifique un incremento del crédito de organismos internacionales y acreedores bilaterales tras el acuerdo con el FMI. El gobierno aspira no solo a refinanciar el

100% de esa deuda cuyos vencimientos de capital alcanzan a 3.812 millones de dólares en 2022 sino a superarla en alrededor de 1.700 millones de dólares tal como surge del objetivo de financiamiento neto del 0,4% del PIB en 2022 con esos acreedores. Sin embargo, por el momento solo se menciona el arreglo por 2.600 millones de dólares para 2022 que corresponde a acuerdos cerrados con el Banco Mundial, el BID, la CAF, FONPLATA, BCIE, China y otros bancos bilaterales. En paralelo, el gobierno estima arribar a un nuevo calendario de pagos con el Club de Paris;

c) el Programa establece avanzar en una estrategia “para relajar gradualmente las medidas de gestión de flujos de capital” de modo de “converger hacia un sistema de regulaciones macroprudenciales”. Es decir, tender a aminorar los controles cambiarios. De allí que resulte razonable en los términos del Programa plantear un incremento leve pero progresivo de la salida neta en materia de formación de activos externos y remisión de utilidades, aunque esto supone mantener importantes controles cambiarios;

d) un capítulo especial corresponde a los compromisos externos del sector privado, que en lo que va del gobierno del Frente de Todos afectaron significativamente la acumulación de reservas. Si bien, no existe mención alguna en el proyecto de ley sobre este particular, se supone el endurecimiento de la disponibilidad de divisas por esta vía, lo que obligaría a las empresas privadas a reestructurar su

Las exigencias de divisas del Programa

deuda. Cabe señalar que más del 40% de la deuda externa privada es deuda intra grupo económico;

e) en sintonía con la reducción del déficit de cuenta corriente que plantea el Programa, se supone que se mantiene el déficit de la balanza de servicios de 2021

en torno a los 4.400 millones de dólares. Es un supuesto optimista si se considera que con las mayores flexibilidades al turismo en los últimos meses se asistió a un incremento del déficit y que el promedio de la última década fue de 6.500 millones de dólares.

Ejercicio de análisis de los requerimientos de divisas de la propuesta, 2022-2029 (millones de dólares)

	2022	2023	2024	2025
Vencimientos totales en moneda extranjera (sector público)	-7.523	-6.997	-9.232	-14.240
Supuestos fijos de disponibilidad de divisas:				
Intereses y capital sector privado	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000
Formación de activos externos neta	-750	-900	-1.050	-1.200
Inversión extranjera directa neta	2.200	2.200	2.200	2.200
Remisión de utilidades al exterior	-750	-900	-1.050	-1.200
Balanza de servicios	-4.400	-4.400	-4.400	-4.400
Refinanciación capital (excl. FMI y Letras intransf.)	4.705	2.943	3.860	5.985
Saldo comercial necesario sin acumular reservas (I)	9.518	11.054	12.672	15.856
Meta de variación de reservas internacionales netas según acuerdo (II)	5.800	4.000	5.200	0
DEG permitidos para acumular reservas internacionales netas (III)	4.402	0	0	0
Saldo comercial necesario con acumulación de reservas (I+II-III)	10.916	15.054	17.872	15.856

Fuente: elaboración propia en base la estimación de vencimientos en moneda extranjera, supuestos mencionados y el proyecto de ley sobre el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI en marzo de 2022.

Las exportaciones necesarias

El ejercicio previo se realizó en base a supuestos que indicarían un “viento a favor” para la economía argentina en un escenario internacional de suma complejidad.

Aun así, en ese escenario se requeriría un promedio de exportaciones en torno a los 91.000 millones de dólares en el período 2022-2024 para alcanzar el saldo comercial que se necesita para cubrir ese balance de divisas y arribar al crecimiento promedio que establecen las proyecciones del Programa (una banda que va del 3,5% al 4,5% en 2022, de 2,5% al 3,5% en 2023 y del 2,5% al 3% en 2024).

Ese nivel de exportaciones implica superar las importantes exportaciones de 2021 en 5% en 2022, y luego incrementarlas en 13% y 10% anual en 2023 y 2024, respectivamente.

Se trata, por cierto, de una meta difícil de alcanzar, a menos que la dinámica de las exportaciones se asemeje a la fuerte expansión del período 2003-2008.

Cabe señalar que el incremento de 25.000 millones de dólares en exportaciones que espera el Programa para 2030 se debería alcanzar, bajo este escenario, en 2025.

Nivel de exportaciones requeridas para sustentar el saldo comercial que exige el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI bajo un escenario de supuestos, 2022-2025
(millones de pesos constantes y millones de dólares)

	2022	2023	2024	2025
PIB anual - Mill. \$ constantes de 2004	701.402	722.444	742.311	764.581
Importaciones - Mill. USD	70.731	77.067	83.394	90.242
Exportaciones necesarias para alcanzar saldo comercial - Mill. USD	81.647	92.121	101.267	106.097
Saldo comercial con acumulación de reservas 22-24 - Mill. USD	10.916	15.054	17.872	15.856

*Para estimar el PIB se consideró el promedio de la banda del Programa. La elasticidad de importaciones en dólares se estableció en 2,985 respecto al crecimiento del producto en precios constantes.

Fuente: elaboración propia en base a los supuestos mencionados y el proyecto de ley sobre el Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI en marzo de 2022.

3. ¿Hacia un ajuste fiscal y monetario?

El otro aspecto que redundará en un límite al crecimiento económico es la política fiscal que se desprende del programa. Todo parece indicar que la **meta de reducción del déficit fiscal** del 3% del PIB en 2021 (neto de los DEG del FMI) al 2,5% en 2022, 1,9% en 2023 y 0,9% en 2024 involucra la necesidad de implementar un ajuste fiscal.

Si bien el Ministro de Economía sostuvo que el gasto real aumentará moderadamente, en el Memorando queda de manifiesto que ese aumento se computará excluyendo el **gasto extraordinario por COVID**. Ese gasto, que incluye vacunas, Fondep-Fogar, Repro II, Pami y Previaje entre los principales, fue de 454.477 millones de pesos en 2021, cercano al 1% del PIB. Es improbable que ese gasto se anule completamente pero si es esperable que exista un recorte importante.

El otro foco del ajuste estará en los **subsidijs a la energía**, aunque en este punto es muy escasa la información de la forma en la que lograrían alcanzar la reducción de los mismos en 0,6% del PIB en 2022. En el Programa se limitan a plantear que, entre las medidas de corto plazo, esa reducción vendría, por un lado, por la reducción de los costos de energía y, por el otro, por el aumento de tarifas y la segmentación.

El primer punto se basa en el recorte del Plan Gas que redujo el precio ofrecido en las subastas y la obra del gasoducto Néstor Kirchner que se acaba de anunciar. Sin

embargo, cabe señalar que, en el primer caso, como la reducción del Plan Gas rige desde el año pasado no tendría impacto en el recorte de subsidios en 2022 ni en los próximos años del programa, y en el segundo caso, si bien ello puede ocasionar reducciones en los subsidios no ocurrirán en 2022 ya que la obra del gasoducto se terminará en forma posterior.

El segundo punto se basa en los aumentos de tarifas decididos en las audiencias públicas de gas y electricidad y en la propuesta de segmentación que se desdobra en:

- 1) la segmentación con quita de subsidios para el 10% de los hogares con mayor capacidad de pago, donde el ahorro fiscal alcanzaría al 0,06% del PIB según el programa. Y,
- 2) la segmentación para usuarios residenciales en base al coeficiente de variación salarial de acuerdo al siguiente esquema: (i) usuarios residenciales beneficiarios de la tarifa social tendrán una revisión tarifaria equivalente al 40% del promedio del coeficiente de variación salarial del año anterior; y (ii) para el resto de los usuarios residenciales, excluyendo aquellos sujetos al esquema de segmentación de subsidios descripto anteriormente, la revisión de las tarifas energéticas será equivalente al 80% del coeficiente de variación salarial del año anterior. Se explicita que para el año 2022 se incluirán los incrementos aplicados durante todo el año calendario. Para esta propuesta de

Metas fiscales y reducciones en el gasto

segmentación no se establece ninguna estimación de ahorro fiscal, aunque en un cálculo propio no se espera que involucre una reducción relevante de subsidios (no más del 0,2% del PIB).

Por último, se plantea que las tarifas eléctricas de los grandes usuarios (los no residenciales) cubrirían la totalidad del costo pero esta medida ya estaba en vigencia el año pasado por lo que tampoco implica un ahorro fiscal para 2022 ni los siguientes años de vigencia del programa.

De todos modos, cabe señalar que en el marco del aumento de los precios internacionales **lo más probable es que aumenten en lugar de reducirse los subsidios energéticos, ya que el impacto de los precios internacionales aumentaría los subsidios en torno al 0,5% del PIB cuando el ahorro por la suma de la segmentación y el aumento de tarifas no llega al 0,3% (0,26%).**

De allí que se explicita en el programa que “existen incertidumbres importantes y riesgos alrededor de este escenario teniendo en cuenta las crecientes tensiones geopolíticas y la evolución de los precios de energía a nivel mundial.” Si esto ocurre se podrá revisar esta pauta en las revisiones trimestrales pero es menos probable que se modifique la meta fiscal por lo que probablemente buscarán otras vías de achicamiento del gasto, por el lado de los gastos corrientes.

En este sentido, el Programa estipula que el gasto en **jubilaciones y pensiones** se guiará por el mecanismo de actualización adoptado a fines de 2020, pero afirma, como punto de referencia estructural, que van a estudiar modificaciones para fortalecer la equidad y la sostenibilidad a largo plazo del sistema previsional “focalizado en determinados regímenes especiales de jubilaciones alcanzados por la Ley 27.546 así como en los mecanismos para facilitar la continuidad voluntaria de la vida laboral de las personas.” En el primer caso se trata de una modificación progresiva que involucra al régimen jubilatorio de Magistrados y Funcionarios del Poder Judicial y Ministerio Público de la Nación. Si bien no se estima el ahorro fiscal en el programa éste podría rondar menos del 0,1% del PIB. En el segundo los efectos no son de corto plazo.

Además, se plantea la “**racionalización de otros gastos corrientes**” como es las transferencias a provincias y empresas estatales y atar el crecimiento de las remuneraciones del sector público a la expansión del PIB, aunque sin mayores precisiones al respecto.

El único gasto que se propone incrementar manifiestamente es el de **gasto de capital**, incrementando la inversión en infraestructura a más de 2% del PIB en 2022 y mantener ese nivel a lo largo del programa. Cabe señalar que el gasto de capital fue de 1,4% del PIB en 2021, por lo

que se trataría de un aumento del gasto de más de 0,6% del PIB. El gobierno busca recomponer el bajo nivel de la obra pública después del mega ajuste del gobierno anterior, en especial durante la vigencia del stand by. Se espera financiar buena parte del mismo con los préstamos de los organismos multilaterales y acreedores bilaterales por un máximo del 0,4% del PIB en 2022.

En cuanto a los **ingresos fiscales** se parte del supuesto de que en el corto plazo “la recuperación del empleo y los salarios respalde la recaudación de impuestos, mientras que las medidas de política tributaria y los esfuerzos de administración tributaria y aduanera en curso deberían ayudar a movilizar ingresos adicionales a mediano plazo y respaldar la consolidación fiscal”. Es decir que en 2022 se espera un **incremento de la recaudación** de magnitud indefinida por la vía de los **efectos de la recuperación** del 4% en promedio para este año.

Asimismo, se plantea que las modificaciones en el impuesto a los **bienes personales** que se hicieron el año pasado redunden en un aumento en la recaudación del 0,1% del PIB en 2022. Sobre este impuesto se propone llevar a cabo una **revaluación de las propiedades inmobiliarias** con un rendimiento probable en materia de recaudación del 0,1% del PIB para el ejercicio fiscal 2022 que recién impactaría en la recaudación en 2023. Posteriormente podrían alcanzar el 0,2% del PIB adicional en los próximos años según lo estipula el programa.

Se propone el retorno a las alícuotas “ad valorem” del **impuesto a los combustibles** en reemplazo de los montos fijos con indexación establecido en 2017. Y se afirma que: “en la medida en que las condiciones lo permitan, proseguiremos con nuestros esfuerzos para mejorar la eficiencia del sistema tributario, por ejemplo, reduciendo aún más los impuestos sobre ciertas exportaciones de valor agregado, y evitando aplicar nuevos impuestos a las transacciones financieras que afecten los ahorros domésticos o las inversiones productivas (parámetro de referencia estructural continuo). Seguirán siendo necesarios los planes de pago de impuestos, pero se evitarán amnistías fiscales que puedan deteriorar el cumplimiento tributario.” Es probable que más allá de la ausencia de cambios en los derechos de exportación, éstos aumenten por el ascenso de los precios internacionales.

Asimismo, el programa plantea avanzar en una estrategia para **reducir la evasión impositiva**, sosteniendo que el fruto de “estas reformas administrativas podría ascender a 1% del PIB a mediano plazo, y podría empezar a rendir fruto el próximo año (0,3% del PIB, descontada la coparticipación)”.

Por último, cabe señalar que en la comparación con 2021 los ingresos totales tendrán la reducción del ingreso por el **aporte extraordinario a las grandes fortunas** que alcanzó a 0,6% del PIB en 2021. Por tratarse de un aporte por única vez debe computarse negativamente en la comparación con 2021.

Con las cuentas disponibles hasta el momento no es posible alcanzar la reducción del déficit fiscal del 3% del PIB en 2021 al 2,5% en 2022 a menos que haya un aumento de la **recaudación que alcance al 0,8% del PIB**. Por la escasa información que brinda el proyecto de ley, en el Cuadro constan las modificaciones previstas solo para 2022, a partir de la información de los Memorando que fueron mencionadas anteriormen-

te y algunos supuestos, como el hecho de que el recorte del gasto COVID alcance al 70% en 2022, una estimación más realista respecto a la evolución de los subsidios a la energía según lo apuntado previamente, y que el incremento de 0,6 puntos del gasto de capital sea financiado en un 50% por financiamiento de multilaterales y bilaterales.

Variación de las cuentas fiscales en 2022 que se desprenden del Programa de Facilidades Extendidas acordado con el FMI y estimaciones, 2022 (porcentajes del PIB)

	2022
a) Meta de reducción del déficit fiscal	-0,5
b) Modificaciones previstas	
A favor de la reducción del déficit (signo positivo +)	1,1
Reducción de subsidios a la energía por segmentación y aumento de tarifas	0,3
Hipótesis de reducción del 70% del gasto COVID	0,7
Aumento recaudación bienes personales	0,1
En contra de la reducción del déficit (signo negativo -)	-1,4
Aumento de los subsidios a la energía por aumento precios internacionales	-0,5
Aumento del gasto de capital previsto no financiado con crédito internacional	-0,3
Disminución de la recaudación por aporte extraordinario	-0,6
Saldo de las modificaciones previstas	-0,3
c) Aumento de la recaudación necesario para cumplir la meta fiscal	0,8

- ✓ Si se atiende a la experiencia histórica solo en 2003 y 2004 hubo una expansión importante y muy superior de la recaudación al 0,8% del PIB en contextos de crecimiento del 9% del PIB. En el resto del ciclo kirchnerista, sin la sombra del FMI, los aumentos de los ingresos tributarios aumentaron en promedio 0,2 puntos del PIB con una expansión promedio del PIB de 3,3% (2005-2015). En 2021 el aumento de los ingresos tributarios alcanzó a 0,6 puntos cuando el PIB se expandió al 10% anual. Cabe señalar que el aumento de los precios internacionales puede afectar positivamente la recaudación de los derechos de exportación.
- ✓ Por último, cabe mencionar que el programa espera que la meta de déficit fiscal en 2022 (2,5% del PIB) se pueda cubrir con alguna/s de estas vías: 1) financiamiento neto del sector privado por 2% del PIB, 2) financiamiento neto de los bancos multilaterales y acreedores oficiales bilaterales por 0,4% del PIB, y 3) financiamiento del presupuesto por parte del Banco Central de como máximo 1% del PIB. En este sentido el programa procura impulsar una **política monetaria contractiva** sobre la base de tasas de interés positivas en términos reales. Asimismo, se plantea mantener el tipo de cambio efectivo real en los niveles de finales de enero de 2022.

Incremento de los ingresos tributarios como porcentaje del PIB del sector público nacional (en puntos porcentuales) y tasa anual de crecimiento del PIB (en %), 2003-2021

	Incremento de ingresos tributarios en % PIB	Crecimiento PIB
2003	3,1	8,8
2004	2,5	9,0
2005	0,5	8,9
2006	0,2	8,0
2008	0,5	4,1
2009	0,5	-5,9
2010	0,3	10,1
2011	-0,2	6,0
2012	0,9	-1,0
2013	-0,2	2,4
2014	-0,1	-2,5
2015	0,1	2,7
2017	-1,3	2,8
2018	-1,6	-2,6
2019	0,0	-2,0
2020	0,3	-9,9
2021	0,6	10,0

*2007 y 2016 sin dato por cambios de metodología.

Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina



ISSN 2314-3975

Publicación Trimestral

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina