

# Management & Fit Consultora



**Contenidos:**

- **Panorama Fiscal: Se profundiza el déficit (Pág. 1).**
- **Próxima Semana: Precios.**

**Página Web:**

[www.myfconsultora.com.ar](http://www.myfconsultora.com.ar)

**Economista Jefe:**

*Matías Carugati*

**Analistas:**

*Máximo Pisa*

*Juan Seita*

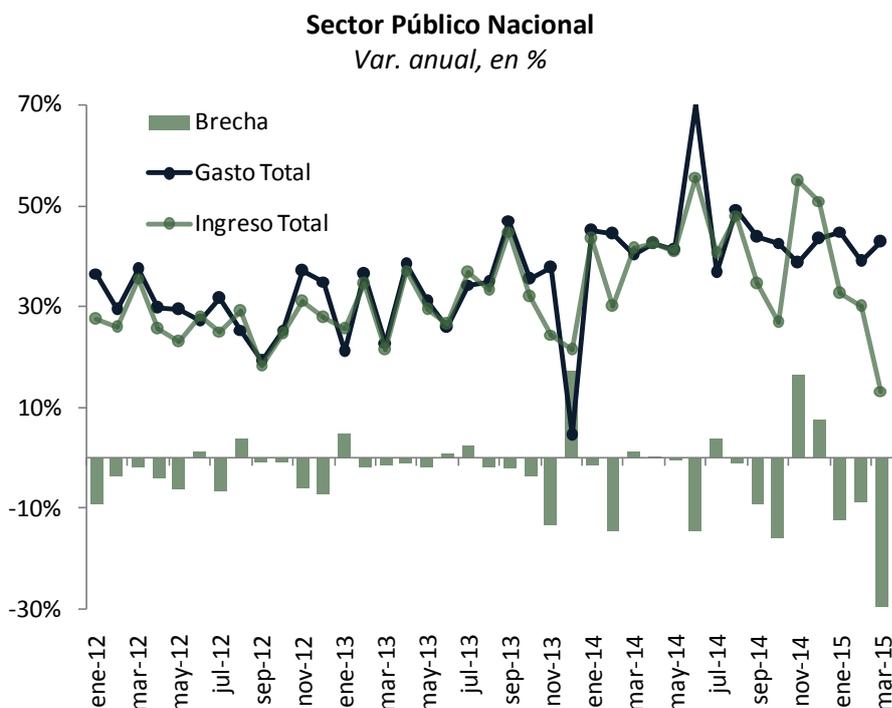
## Panorama Fiscal: Se profundiza el déficit

Las cuentas públicas continúan siendo el talón de Aquiles de este Gobierno. A pesar de estar sorteando un escenario adverso respecto al cierre de 2014, donde incluso algunos indicadores comienzan a revertirse paulatinamente, las cuentas fiscales profundizaron sus desequilibrios. En efecto, según datos del Ministerio de Economía, el déficit primario marcó un nuevo récord en el primer trimestre (\$32.434 millones), evidenciando un fuerte deterioro del frente fiscal (igual trimestre de 2014 había mostrado un rojo de \$1.259 millones). En tanto, el resultado financiero (una vez descontados los pagos de intereses de la deuda) fue deficitario también, escalando a \$57.750 millones.

**Más allá del signo, la magnitud del resultado es preocupante considerando la época del año.**

La fuerte expansión del gasto, especialmente corriente, frente al retroceso de los recursos en términos reales, motivó la amplitud de la brecha (ver gráfico). En concreto, el gasto primario creció un 44% anual en Marzo (+40% a/a acumulado en el primer trimestre), mientras que los recursos lo hicieron en un 13% a/a (25%), claramente por debajo de la evolución de los precios para ese período (29%).

**El estancamiento económico que atraviesa el país, impacta**



Fuente: Elaboración propia en base a MECON.

**directamente sobre los ingresos tributarios.** La principal vía de financiamiento público (representa más de la mitad de los ingresos totales) sufre la prociclicidad de sus principales actores. En efecto, el magro nivel de actividad impacta negativamente sobre la performance del IVA (acumula +26% a/a, en Mayo) y el impuesto al cheque (+26%). Para peor, las restricciones comerciales y las pobres perspectivas globales afectan los derechos de importación (+8%) y exportación (-14%), respectivamente.

**Así todo, el mercado sesgo expansivo de la política fiscal no cesa.**

Alentado por cuestiones electorales, ciertas políticas públicas y compromisos de deuda, el gasto no detiene su marcha en 2015. La principal erogación del primer trimestre fue el pago de jubilaciones, que representó más de un tercio del gasto primario, aumentando un 43% respecto a igual período del año pasado (45% a/a en Marzo). En este concepto, existen tres factores expansivos. Por un lado, la moratoria previsional, que permitió alcanzar los 6,4 millones de jubilados y pensionados y 1,5 millones de pensiones no contributivas. Por otro, la Ley de Movilidad Jubilatoria, que motivó un aumento de 18,3% en los haberes a partir de Marzo.

Por último, la mayor cantidad de resoluciones de sentencias judiciales por parte de la ANSES (8.515 casos en el primer trimestre) significó un récord absoluto en el pago retroactivo por este concepto.

**La remuneración a empleados públicos y el pago de subsidios completan el podio.** El crecimiento en la planta de personal y la cuasi-indexación de los salarios públicos (+34% a/a en el primer trimestre, según INDEC) justifican la suba en remuneraciones (+39%). En tanto, el virtual congelamiento de tarifas de los servicios públicos en un contexto inflacionario y el pago a la importación de gas, producto del desabastecimiento energético, explican el incremento explosivo de los subsidios a empresas privadas. En menor medida, la próxima actualización de los subsidios sociales (AUH) también significará un alza en este rubro.

**Limitados los ingresos tributarios, el Gobierno busca mecanismos alternativos de financiamiento.** A pesar de una presión impositiva récord, el Gobierno no logra equilibrar sus cuentas. Ante la clara postura expansiva para lo que resta de 2015, se plantean tres alternativas: emisión monetaria, endeudamiento o un mix de ambas. Justamente, los planes oficiales versan sobre esta última opción.

**Por un lado, el financiamiento monetario se incrementó en lo que va del año.** En efecto, la asistencia al Tesoro desde enero (\$19.456 millones) creció un 58% respecto a los primeros cinco meses de 2014. Como resultado, la

### Sector Público Nacional

En \$ millones

Rubro	mar-15	VA	2015	VAC
<b>Ingresos Totales</b>	<b>82.639</b>	<b>13,2%</b>	<b>261.456</b>	<b>25,0%</b>
Tributarios	44.743	21,3%	143.541	24,8%
Seguridad Social	28.897	38,5%	96.451	37,4%
Transferencias BCRA	406	-96,7%	537	-95,7%
<b>Gastos Totales</b>	<b>110.534</b>	<b>42,9%</b>	<b>319.206</b>	<b>42,3%</b>
Remuneraciones	12.971	37,4%	41.727	38,8%
Rentas de la Propiedad	10.485	31,8%	25.371	81,6%
Prestaciones de la SS	37.291	45,2%	106.808	42,5%
Transf. al S. Privado	22.769	40,0%	65.471	35,2%
Transf. al S. Público	11.616	62,4%	35.083	56,2%
Provincias	7.370	76,4%	19.969	60,5%
Déficit Empresas Públicas	1.435	32,3%	4.689	15,4%
Inversión Real Directa	6.031	74,8%	15.419	32,2%
<b>Gasto Primario</b>	<b>100.068</b>	<b>41,4%</b>	<b>293.890</b>	<b>39,6%</b>
<b>Resultado Primario</b>	<b>-17.429</b>		<b>-32.434</b>	
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-27.895</b>		<b>-57.750</b>	

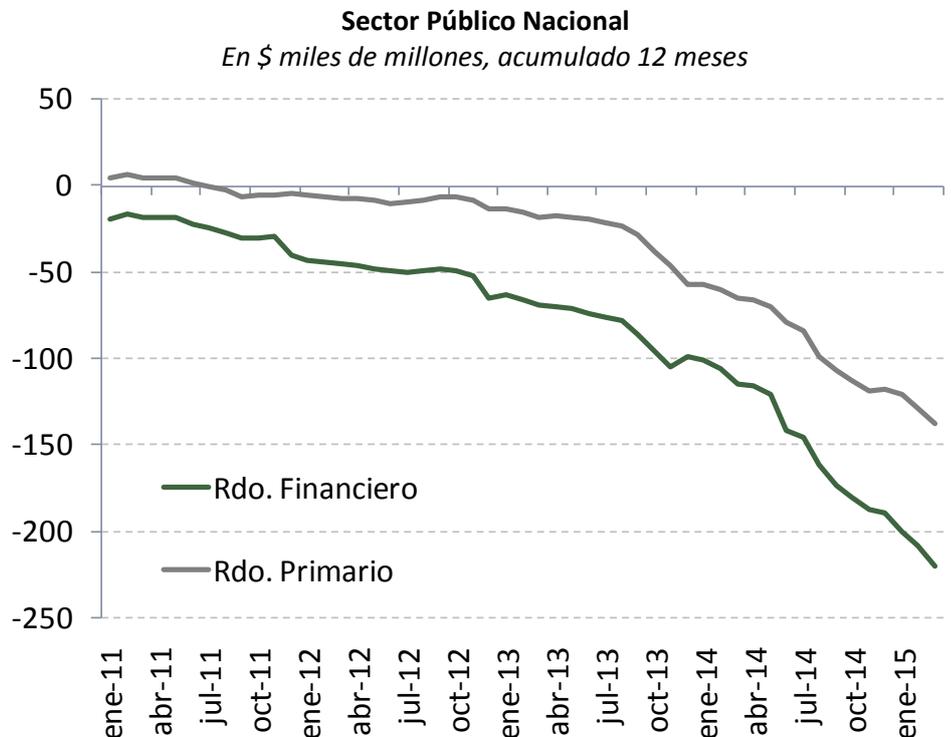
Fuente: Elaboración propia en base a MECON.

base monetaria se expandió en mayo un 32% en términos anuales (con una inflación de 29%), mientras que en diciembre de 2014 lo había hecho al 22% a/a (38%). Esto demuestra un giro hacia una política monetaria más laxa, de la mano de una tasa de interés relativamente elevada que ayuda a moderar las presiones sobre los precios y el dólar.

**No obstante, el propio tesoro también busca financiamiento propio.**

En este sentido, la emisión de Bonos del Tesoro Nacional (Bonac) ha sido la metodología elegida. Los títulos que vencen en 2016 (mayo, julio y septiembre) significaron un financiamiento para el Gobierno de \$25.700 millones desde principios de año (considerando los \$5.926 millones colocados esta semana). Nuevamente, las tasas que paga el Gobierno (en torno al 27%) resultan atractivas para aquellos ahorristas que buscan refugiarse de la inflación. Si bien estos fondos oxigenan la economía, cabe hacer dos aclaraciones. Primero, no

solucionan el problema de fondo. De acuerdo a estimaciones propias el desequilibrio fiscal superaría el 6% del PBI este año. Segundo, traslada nuevas obligaciones a la próxima administración, quien va teniendo una lista cada vez más completa de desafíos.



Fuente: Elaboración propia en base a MECON.

**Aviso:** El presente reporte contiene datos y análisis que se presentan en forma de reseña. La misma no tiene como finalidad el prestar asesoramiento profesional ni de ninguna otra naturaleza a terceros. Las declaraciones sobre futuro incluidas son sólo proyecciones y de ninguna manera constituyen aserciones o garantías de actividades, hechos y/o fenómenos futuros. Tales proyecciones están y estarán, según sea el caso, sujetas a diversos riesgos, incertidumbres y factores, con la posibilidad de que los resultados reales sean materialmente diversos e incluso contrarios a los resultados futuros expresados o implicados en dichas proyecciones. Este reporte se encuentra dirigido únicamente al destinatario y no podrá ser reproducido, reenviado, redistribuido o publicado en su totalidad o en parte sin previa autorización de Management & Fit Consultora, quien no asume responsabilidad de ningún tipo devenida del uso de este reporte o sus contenidos.