



Modelo Fiscal 2011

Tesoro Nacional

01 de noviembre de 2010

Av. Córdoba 679 Piso 6 Of. "C"
+5411 5277-4434

INTRODUCCIÓN GENERAL

El presente informe mantiene lineamientos generales y supuestos básicos que tenía (y tiene) el equipo profesional del estudio desde hace un mes a la fecha. Consecuentemente, la muerte de Néstor Kirchner no nos ha inducido a efectuar cambios justificados, y de cierta relevancia, en nuestros pensamientos de algunas semanas atrás. Sobre esta base, los potenciales de suba de bonos soberanos argentinos y las estimaciones sobre potenciales evoluciones de gasto del tesoro nacional se mantienen inalterados.

Es obvio que este enfoque puede ser modificado en el futuro cercano, pero por ahora no poseemos argumentos sólidos para realizar otras estimaciones. Seguimos pensando que el comportamiento de los mercados locales seguirá estando fuertemente influenciado por factores externos: liquidez global, nivel de tasas de interés internacionales, tendencias en los mercados de activos de riesgo, precios de *commodities* claves para la economía local, evolución del tipo de cambio y la economía brasilera, etc.

La conclusión general del análisis es que, ante una política de continuidad de aumentos importantes en el nivel de gasto, un cambio sustancial en la dinámica actual de los ingresos complicaría bastante el cierre de los números fiscales, pero aún en ese extremo, y “rascando el fondo del tarro”, los números serían manejables. Es obvio que en escenarios de importante volatilidad externa e inflación interna muy elevada, las proyecciones nominales carecen de un rigor técnico necesario. Sin embargo, estimamos que los resultados son útiles para darnos una visión global de las perspectivas futuras.

Como dato general, el escenario internacional mantiene una tendencia relativamente positiva, en su impacto en la economía local.

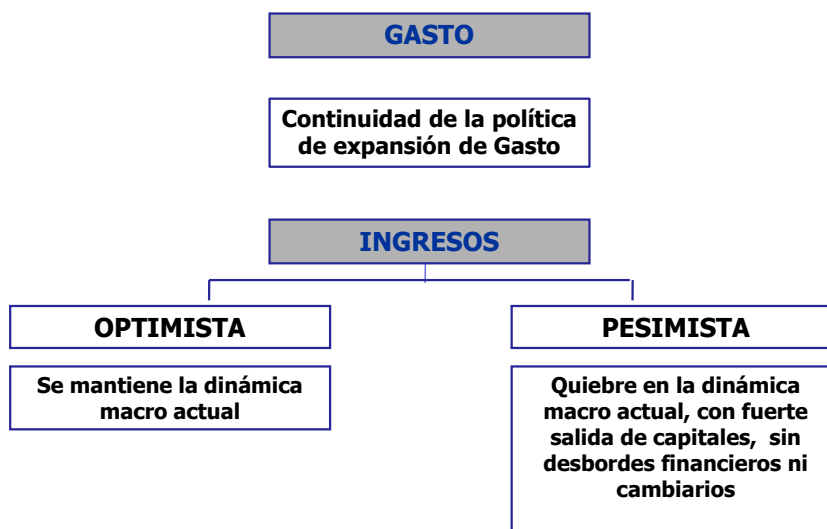
Después del análisis de posibles escenarios fiscales, volvemos a incluir un cuadro de posibilidades de retornos de las inversiones en bonos locales, que correspondería al escenario denominado “positivo” en materia fiscal.

RESUMEN DE OBJETIVOS Y SUPUESTOS DEL ANÁLISIS

El presente trabajo tiene como objetivo determinar el grado de debilidad, si se comprobara, que presenta el escenario fiscal a nivel nacional para el año 2011. La metodología de análisis será plantear dos posibles escenarios de ocurrencia, llamados “Optimista” y “Pesimista”. La diferencia entre ellos radica en los niveles de ingreso nacional proyectados. En el caso del escenario Optimista, se establece que los ingresos del estado se mantendrán con un ritmo de crecimiento similar, levemente superior tomando como base el aporte del sector externo vía comercio exterior. En adición, no se suponen shocks externos. En cuanto al escenario “Pesimista” se supone que los ingresos presentan un ritmo menor de crecimiento, caída en el nivel de producto, y precios internacionales no favorables¹.

En cuanto a los niveles de gasto, para ambos escenarios se los supone iguales y con una significativa tasa de crecimiento interanual. La razón de este supuesto es que el año 2011 se ve marcado por las elecciones presidenciales, y la historia indica que son épocas de fuerte expansión del gasto sin importar la coyuntura macroeconómica².

Proyecciones 2011: Escenarios



¹ En los ingresos no-tributarios debe destacarse, aunque en la contabilidad del tesoro sí se los computa, no han sido considerados los ingresos “no genuinos” correspondientes a las rentas de la propiedad (Utilidades BCRA, fondo del ANSES y similares). Consecuentemente, tanto para la proyecciones del 2010 como el 2011, desde el punto de vista de las cuentas públicas, se indicará mayor superávit primario que el mencionado en los cuadros de este informe. Como contrapartida, los ingresos derivados de esas utilidades, tanto las históricas como las proyectadas, son incluidas como fuentes de financiamiento.

² En el anexo se detalla el listado de supuestos en números para ambos escenarios. Algunos cálculos y proyecciones fueron elaborados en conjunto con la consultora DPA y Asociados.

Resultados

INGRESOS:

Ingresos En \$ Millones	Estimación Propia 2010	Proyección Propia 2011 (optimista)	Var. 2011 vs Var. 2010	Proyección Propia 2011 (pesimista)	Var. 2011 vs Var. 2010	Presupuesto 2011	Var. 2011 vs 2010
IVA	110.934	140.059	26%	128.602	16%	136.588	22%
IVA DGI	77.654	95.755	23%	87.842	13%	95.612	22%
IVA DGA	33.280	44.304	33%	40.760	22%	40.976	22%
Ganancias	77.415	98.317	27%	94.446	22%	89.940	20%
Seguridad Social	98.137	128.854	31%	116.587	19%	123.447	23%
Créditos y Débitos bancarios	25.935	33.189	28%	30.018	16%	31.787	19%
Derecho de Exportación	40.847	52.638	29%	39.152	-4%	52.227	22%
Derechos de Importación	10.479	13.950	33%	12.834	22%	14.565	32%
Otros Impuestos	40.361	49.769	23%	45.656	13%	43.625	21%
RECAUDACION TOTAL	404.108	516.776	28%	467.295	16%	492.179	22%
Coparticipación	97.861	124.026	27%	112.151	15%	118.413	20%
Ingresos no Tributarios	8.056	10.151	26%	10.151	26%	34.002	-14%
INGRESOS TOTALES	314.303	402.900	28%	365.295	16%	407.768	18%
RESULTADO PRIMARIO	-4.643	-13.761		-51.366		39.760	
RESULTADO PRIMARIO / PIB	-0,3%	-0,8%	-	-3,2%	-	2,5%	-

GASTO PÚBLICO:

Gasto Público	Estimación Propia 2010	Proyección Propia	Var. 2011 vs Var. 2010	Presupuesto 2011	Var. 2011 vs 2010
GASTOS CORRIENTES	277.839	364.044	31%	314.461	16%
Seguridad Social	108.568	146.567	35%	128.817	22%
Transferencias al Sector Privado	75.900	96.393	27%	76.315	11%
Transferencias al Sector Púb.	25.847	34.893	35%	29.063	9%
Salarios	43.879	57.042	30%	53.528	14%
Otros gastos corrientes	23.645	29.148	23%	26.738	15%
GASTOS DE CAPITAL	41.107	52.617	28%	53.547	24%
GASTO PRIMARIO TOTAL	318.946	416.661	31%	368.008	17%

Sector Público Nacional	Optimista	Pesimista
Gasto Corriente	364.044	364.044
Gasto de Capital	52.617	52.617
Total Gastos	416.661	416.661
Total Ingresos	402.900	365.295
Resultado Primario	-13.761	-51.366
Resultado Primario / PIB	-0,8%	-3,2%

Como se puede analizar, la situación fiscal que se estima para el año 2011 presenta un contexto que a primera vista desmejora en el plano fiscal, pero que en los papeles no es realmente inmanejable. Es cierto que la dinámica actual del gasto público de altos niveles de subsidios y erogaciones sociales, pone en tela de juicio la solvencia del Estado para el año que viene. Bajo un esquema optimista, el déficit primario alcanzaría el 0,8% del PIB. En cambio, el escenario pesimista resulta un tanto más desalentador en cuanto al resultado. Según las proyecciones, el déficit primario estaría muy próximo al 3,2% del producto.

Los vencimientos de deuda pública nacional (intereses más capital), netos de deuda inter-sector público (incluyendo adelantos transitorios del BCRA) para el año 2011, estarían en el orden de los 10.000 millones de dólares. Por lo tanto, de acuerdo a que los ingresos del SPN correspondan a los denominados escenarios “optimista” o “pesimista”, se requeriría un monto adicional similar a los vencimientos netos nombrados.

Globalmente, se puede estimar que las fuentes de financiamiento principales (Utilidades BCRA, utilización de reservas del BCRA, ANSES, adelantos transitorios adicionales, préstamos del Banco Nación y algunas partidas menores) ascenderían en el año que viene a un número que estaría en torno a los 15.000/18.000 millones de dólares. En el caso del escenario optimista, esa cifra cubriría el déficit primario antes de rentas de la propiedad (que sería del orden de los 3.500 millones de dólares), más los servicios netos de deuda de pública nacional por capital e intereses (que serían del orden de los 10.000 millones de dólares). En el escenario pesimista la necesidad de 10.000 millones de dólares adicionales llevaría a extremar la búsqueda de financiamiento inter-sector público o, idealmente, reducir el nivel de aumento del gasto.

Así y todo, es de remarcar que los problemas fiscales aquí expuestos presentan características más transitorias que estructurales, ante todo por el argumento previamente expuesto: se está próximo a una elección presidencial, por lo que el gasto tiende a aumentar notablemente, con lo cual, un posible déficit en el año 2011 no representa una gran amenaza para las cuentas fiscales en el mediano plazo. Esto no implica que no haya que revisar la estructura tributaria y del gasto, para poder optimizar la política fiscal y así poder abarcar a todos los sectores de la sociedad para fomentar la eficiencia y la equidad.

Potenciales de Subas para Bonos Soberanos

I. Bonos en USD											
Bono	Precio en USD por c/ 100 nom (1)	TIRNA actual	Capital remanente	Cupones a cobrar hasta el 30/6/2011 en VP (2)	Tasa de recupero al 30/6/2011	Precio neto de recuperos: [(1) - (2)] = (3)	TIRNA proyectada	Capital remanente posterior	Precio a la TIRNA proyectada (4)	Paridad a la TIRNA proyectada	Resultado : (4) / (3)
RG12	23,32	7,77%	25,00%	0,08	0,36%	23,23	5,00%	25,00%	24,69	98%	6%
RA13	34,10	8,51%	37,50%	12,29	36,04%	21,81	5,50%	25,00%	23,93	96%	10%
AS13	98,43	7,99%	100,00%	3,44	3,49%	94,99	5,50%	100,00%	105,21	103%	11%
RO15	94,33	8,56%	100,00%	3,43	3,64%	90,90	7,00%	100,00%	101,71	100%	12%
AA17	88,54	9,47%	100,00%	3,42	3,87%	85,12	7,50%	100,00%	99,15	98%	16%
DICY	123,43	8,98%	100,00%	7,31	5,93%	116,11	8,00%	100,00%	133,38	100%	15%
DICA	118,89	9,38%	100,00%	7,31	6,15%	111,58	8,25%	100,00%	133,38	100%	20%
PARY	45,84	8,63%	100,00%	1,23	2,67%	44,62	8,00%	100,00%	49,69	49%	11%
PARA	41,81	9,34%	100,00%	1,23	2,93%	40,59	8,25%	100,00%	49,69	49%	22%

II. Bonos en \$ - Escenario I											
Bono	Precio en \$ por c/ 100 nom (1)	TIRNA actual	Capital remanente	Cupones a cobrar hasta el 30/6/2011 en VP (2)	Tasa de recupero al 30/6/2011	Precio neto de recuperos: [(1) - (2)] = (3)	TIRNA proyectada	Capital remanente posterior	Precio a la TIRNA proyectada (4)	Paridad a la TIRNA proyectada	Resultado : (4) / (3)
AJ12	97,70	15,06%	100,00%	10,00	10,23%	87,70	15,00%	100,00%	97,99	97%	12%
AE14	93,00	16,07%	100,00%	7,32	7,87%	85,68	5%\$/BADLAR	100,00%	98,82	96%	15%
PRE9	104,67	5,68%	58,15%	21,77	20,80%	82,90	5,00%	47,35%	92,92	89%	12%
RS14	160,00	5,23%	100,00%	22,68	14,17%	137,32	5,00%	87,50%	152,46	95%	11%
AS15	99,90	18,06%	100,00%	2,25	2,25%	97,65	5%\$/BADLAR	100,00%	116,96	93%	20%
PR12	128,82	6,51%	51,28%	20,36	15,81%	108,45	6,00%	44,56%	122,45	85%	13%
NF18	151,79	7,27%	70,60%	14,78	9,73%	137,01	6,00%	65,80%	160,49	86%	17%
PR13	113,80	9,37%	100,00%	0,00	0,00%	113,80	8,00%	100,00%	142,05	57%	25%
PARP	72,00	6,59%	100,00%	0,55	0,77%	71,45	6,50%	100,00%	80,28	42%	12%
DICP	174,00	7,83%	119,40%	5,86	3,37%	168,14	7,50%	100,00%	194,20	83%	16%

Anexo

Tabla 1.1 - Variables del modelo:

Var. % i.a \ Escenarios 2011	Optimista	Pesimista
Crecimiento Real del PBI	4,5	1
IPC estimación propia	25	20
Cantidad Exportaciones	10	0
Precio Exportaciones	10	-10
Cantidad Importaciones	25	15
Precio Importaciones	0	0
TC Promedio 2011/2010	6.5	6.5
Precios Implícitos Consumo	18	12
Salarios	30	20
Empleo	1	-1
Asignación Universal por Hijo	30	25
Subsidios a Empresas	10	20

Tabla 1.2 - Otras Variables del modelo:

Ponderación de Asignación Universal por Hijo en Transferencias Corrientes	0.40	0.40
Ponderación de Subsidios a Empresas en Transferencias Corrientes	0.60	0.60
Coparticipación	(24%) promedio últimos dos años de la recaudación total	
Ingresos No Tributarios	Presupuesto	
Recursos de Capital		
Rentas de la Propiedad		

Donde:

- $$IPC_{propio} = \alpha(IPC_{Bs.As.City}) + \beta(IPC_{San Luis}) + \gamma(IPC_{Neuquén})$$

con $\alpha = 0.8$; $\beta = 0.1$; $\gamma = 0.1$
- El índice de precios implícito del consumo es el deflactor de cuentas nacionales y se utiliza por la fuerte correlación con algunos de los impuestos.
- El tipo de cambio promedio, es la variación del tipo de cambio promedio entre 2011 y 2010.
- La asignación universal por hijo y subsidios a empresas se refieren a las partidas de gasto: transferencias corrientes privadas y públicas respectivamente.
- La coparticipación se estima en alrededor de un 24% de la recaudación (promedio de los últimos dos años).

Tabla 2 - Supuestos sobre la Variación en la Recaudación del modelo:

Impuestos	Supuestos	Optimista	Pesimista
Ganancias	Cambios de comportamiento en el pago de retenciones y anticipos.	27%	22%
IVA DGI	Índice de precios implícito al consumo y crecimiento real del producto.	23%	13%
IVA DGA	Tipo de Cambio promedio y precios y cantidades de Importaciones.	33%	22%
Créditos y débitos	20% del IVA DGI (refleja las mayores o menores transacciones).	20% del IVA DGI	
Derechos de Importación	Tipo de Cambio promedio y precios y cantidades de Importaciones.	Se toman en cuenta las modificaciones en las exportaciones e importaciones (precios y cantidades) y la variación del tipo de cambio promedio.	
Derechos de Exportación	Tipo de Cambio promedio y precios y cantidades de Exportaciones.		
Seguridad Social	Influenciado por los cambios en el nivel de Salarios de los activos y el nivel de empleo.	31%	18%
Otros Impuestos	Estimación IPC-Propio y crecimiento real del producto.	-	-

Tabla 3 - Supuestos sobre el Gasto Público del modelo:

Supuestos \ Escenario	Continuidad de Gastos	Proyección
Gastos Corrientes	-	31%
Seguridad Social	Salarios y empleo (con posibilidades de aumentos en jubilaciones)	35%
Transferencias Sector Privado	Asignación Universal por Hijo y Subsidios a Empresas.	27%
Transferencias Sector Público	Salarios Escenario macro con continuidad de Gasto.	35%
Salarios	Salarios Escenario macro optimista.	30%
Otros Gastos Corrientes	-	23%
Gastos de Capital	-	28%