

## Acuerdo FMI: impacto en los sub-soberanos

Informe especial

### Resumen

FIX (afiliada de Fitch Ratings) -en adelante "FIX"- comenta sobre las implicancias fiscales y financieras en las Provincias y Ciudad Autónoma de Buenos Aires y/o Municipios (las "jurisdicciones" o "gobiernos sub-soberanos" o "subnacionales") de los compromisos asumidos por la República Argentina en el marco del Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional ("FMI"). Este informe está relacionado con el comentario publicado por Fitch Ratings ("Fitch"), "IMF Deal Supports Argentina but Political Risks Loom" del 11.06.2018 (disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)), en donde se detallan las implicancias a nivel país.

En el Acuerdo con el FMI, el Gobierno se comprometió para el 2018 a una reducción del déficit primario como porcentaje del PBI, del -2,7% y del -1,3% para 2019. En ese marco el Ministerio de Hacienda de la Nación presentó un programa que apunta a la reducción de la participación del gasto primario en el PBI en un 1,5% y 1% para el 2018 y 2019 respectivamente. Entre los rubros que se van a encontrar afectados por los recortes se encuentran las transferencias corrientes y de capital a las jurisdicciones. Este programa aún debe ser refrendado en la Ley de Presupuesto 2019 por lo que está sujeto a eventuales cambios.

Sobre esta base, FIX analiza los impactos de su eventual aplicación y la contrasta con la evolución real de las transferencias a provincias que se dieron en el transcurso de 2018. En los primeros 5 meses del año, se registra un sobrecumplimiento de los compromisos de reducción del gasto primario, por lo que las jurisdicciones ya se encuentran operando en este marco. No obstante, hacia 2019 el programa implicaría un recorte adicional de las transferencias corrientes de \$39.000 millones (0,35% de participación del PBI) y de capital de \$41.500 millones (0,35% de participación del PBI). Este Acuerdo también prevé una desaceleración de la actividad económica para el bienio 2018-2019, de 0,4% y 1,5% respectivamente con impacto directo en la flexibilidad presupuestaria de las jurisdicciones.

### Factores Relevantes

**Menores transferencias corrientes y de capital:** en opinión de FIX, dichos recortes impactarán en una contracción del gasto y en la necesidad de articular consensos políticos hacia una convergencia fiscal nacional y subnacional. En el 2018 el programa asume una reducción nominal del total de transferencias a provincias por \$19.900 millones (-11,7% respecto de 2017), equivalente a una caída de 0,48% como participación del PBI; sin embargo, las jurisdicciones actualmente ya se encuentran operando en un marco de merma de estos recursos, con una reducción de 12,2% nominal en los 5 primeros meses de 2018 versus 2017.

**Menor crecimiento económico:** FIX considera que la expectativa de un menor crecimiento económico tendrá un impacto negativo, principalmente en el 2019, sobre la flexibilidad presupuestaria de las jurisdicciones, dado que determinará una desaceleración de los recursos tributarios de los sub-soberanos (coparticipación nacional de impuestos e impuestos propios).

**Múltiples reformas estructurales:** FIX considera que el éxito del Consenso Fiscal, firmado en diciembre de 2017 entre las jurisdicciones y la Nación para lograr la convergencia fiscal hacia el año 2019, depende de que los ingresos tributarios (propios y nacionales de distribución automática) sigan creciendo por encima de la inflación, de que el nivel de actividad se mantenga estable para compensar la baja comprometida de Ingresos Brutos ("IIBB"), de la

### Informes relacionados

"IMF Deal Supports Argentina but Political Risks Loom" (11.06.2018)

Disponibles en:

[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)  
[www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

### Analistas

Diego Estrada  
 Director Asociado  
 (+54 11) 5235 – 8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

Cintia Defranceschi  
 Director  
 (+54 11) 5235 – 8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

Laura Ramos  
 Director  
 (+54 11) 5235 – 8129  
[laura.ramos@fixscr.com](mailto:laura.ramos@fixscr.com)

### Responsable del Sector

Mauro Chiarini  
 Director Senior  
 (+54 11) 5235 – 8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

capacidad de las jurisdicciones de contener el gasto corriente -inclusive en el 2019 en un contexto electoral- y de lograr los consensos políticos internos para institucionalizar todos los programas comprometidos.

**Flexibilidad Presupuestaria:** en los últimos años, en el consolidado provincial, se registra un comportamiento fiscal prudente del resultado primario: en 2015 el déficit primario fue de 0,6% del PBI, en 2016 de 0,5% y en 2017 de 0,4%. Para el 2018 se proyecta un resultado primario de -0,1% y de acuerdo al Consenso Fiscal se alcanzaría el equilibrio en 2019. FIX entiende que las opciones de las jurisdicciones para lograr la meta serán la contención del gasto, en la medida que la actividad económica no sufra mayores deterioros, el acceso a crédito por parte del Gobierno Nacional y en algunos casos el acceso a los mercados de capitales; lo cual deberá ser evaluado conjuntamente con los compromisos asumidos por la Nación bajo el Acuerdo del FMI.

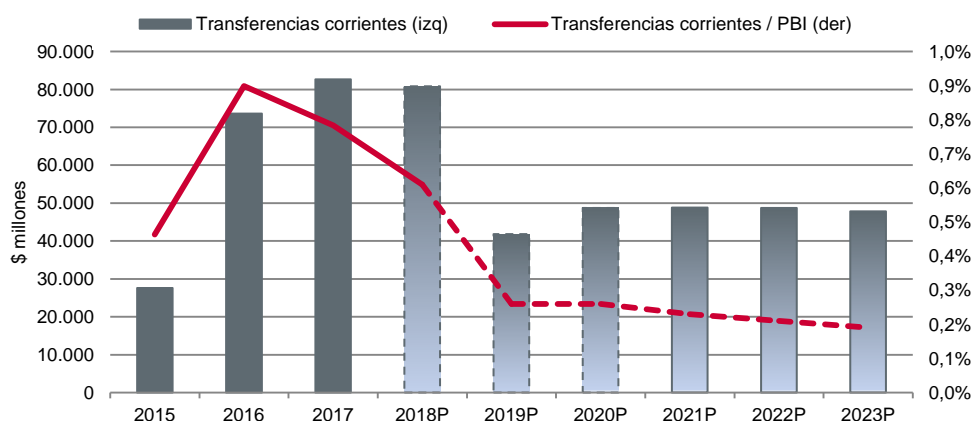
**Calificaciones de riesgo:** FIX no estima cambios en las calificaciones nacionales de los sub-soberanos por el efecto del acuerdo con el FMI, dentro de la actual evolución de los ingresos y los gastos. Sin embargo, se debe tener en cuenta que los compromisos comprometidos son a nivel agregado para el gobierno nacional, por lo que el posible impacto en las finanzas de los sub-soberanos será analizado individualmente.

## Transferencias discrecionales

### Transferencias corrientes

De acuerdo a los compromisos asumidos por el Ministerio de Hacienda, las transferencias corrientes se reducirán en un 0,17% del PBI en 2018 (nominalmente implica una reducción de \$1.900 millones respecto a los valores de 2017, equivalentes a \$82.700 millones) y para el período 2018-2020, en un 0,52% del PBI. Hacia el 2020 se espera una reducción de aproximadamente \$34.000 millones (caída real del 74% de estas partidas) de acuerdo a las proyecciones nacionales comprometidas ante el FMI y los supuestos de inflación de 27% en 2018, 17% en 2019 y 13% en 2020. Estos recursos están destinados al financiamiento de ciertos servicios de educación, desarrollo social, salud y seguridad social transferidos a las provincias. Los ajustes presupuestarios se focalizarían en los tres primeros conceptos, mientras que el de la seguridad social se sostendría o incluso incrementaría en términos reales, en línea con el compromiso de Hacienda con el FMI de incrementar el gasto en jubilaciones (0,4% de participación sobre PBI en el mismo período), y al Consenso Fiscal que estableció el financiamiento parcial de las Cajas de Jubilaciones no transferidas a la ANSeS.

**Gráfico #1**  
**Transferencias corrientes a subnacionales**



**Fuente:** Elaboración FIX sobre información del Ministerio de Hacienda y Staff Report del FMI

En los primeros 5 meses del año, FIX ya observa un comportamiento fiscal nacional sobre cumpliendo los compromisos asumidos: las transferencias corrientes a provincias caen un 5,6% nominal (versus un compromiso de una reducción nominal del 2,3%), pero para aquellas que tienen la Caja de Jubilación transferida, la reducción alcanza un valor aún mayor, del 18,3%, dado que los recursos nacionales para el financiamiento de los institutos de seguridad provinciales crecen un 81% interanual, en línea con los compromisos con el FMI y el Consenso Fiscal. FIX entiende que, en el corto plazo, esta pérdida de recursos corrientes está más que compensada con el incremento de las transferencias de coparticipación automática que se registra en los primeros meses del año y que se proyecta para el cierre de 2018 en un 35,7% (con un incremento nominal de \$250.400 millones).

Las provincias que no han transferido la Caja a la órbita Nacional (ANSeS) son Entre Ríos, Buenos Aires, Córdoba, Corrientes, Chaco, Chubut, Formosa, La Pampa, Misiones, Neuquén, Santa Cruz, Santa Fe y Tierra del Fuego. FIX destaca que las partidas para el financiamiento nacional de estas cajas se negocian anualmente y se plasman en la Ley de Presupuesto, por lo que su continuidad dependerá del consenso político alcanzado y plasmado en el Presupuesto 2019 y 2020.

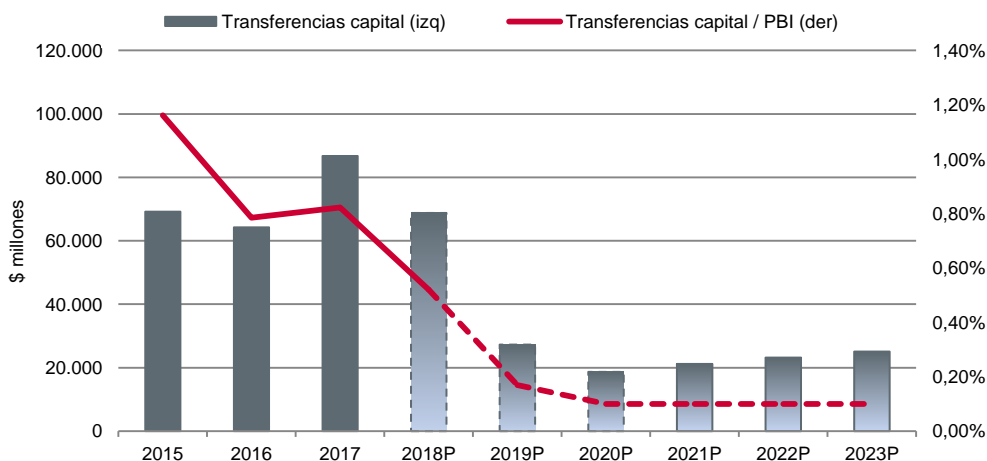
### Transferencias de capital

La Argentina se comprometió a la reducción del gasto de capital en un 0,6% del PBI en 2018 (aproximadamente \$39.200 millones) que impactará en una reducción de la inversión pública, con implicancias directas en el nivel de actividad. Parte de este gasto de capital (aproximadamente \$68.800 millones para el 2018), se transfiere a las jurisdicciones en forma de transferencias de capital con asignación específica para obra pública en viviendas, educación, transporte, energía, agua potable y alcantarillado, etc. De la reducción agregada comprometida por \$39.200 millones, el 46%, equivalente a \$18.000 millones, se realizará con el ajuste de estas transferencias de capital a los sub-soberanos.

Esta merma de recursos a nivel de las jurisdicciones impactará en una desaceleración del gasto en obra pública o impondrá la necesidad de buscar mecanismos de financiamiento alternativos. Esta estimación excluye las transferencias del Fondo Federal Solidario, que es de carácter automático (no discrecional) y está fijado por ley.

Para el período 2018-2020, se prevé una reducción del nivel de gasto de capital, con una caída

**Gráfico #2**  
**Transferencias de capital a subnacionales**



**Fuente:** Elaboración FIX sobre información del Ministerio de Hacienda y Staff Report del FMI

de su participación sobre el PBI en un 1,4% (desde un 1,9% del PBI en 2017 al 0,5% en 2020). Al 2020 esto implica una disminución de aproximadamente \$115.300 millones (reducción real del 81%) y una merma de los recursos provinciales transferidos para la realización de obra pública de aproximadamente \$68.100 millones. No obstante, se espera que la desaceleración de la obra pública nacional ejecutada en las jurisdicciones sea compensada parcialmente por las inversiones de Participación Público Privada (“PPP”). Este comportamiento se observa en las proyecciones nacionales, en las que si bien la inversión nacional bruta se reduciría desde el 15,1% del PBI al 14,8% en el período 2018-2019, la inversión pública caería -0,5% del PBI, mientras que la privada se incrementaría en 0,1%.

En los primeros 5 meses del año, FIX registra que los gastos de capital nacionales se redujeron un 21% (sobre un compromiso del 17,5%), y las transferencias de capital a provincias se recortaron 18% (sobre un compromiso de una reducción nominal anual del 20,7%). FIX entiende que este comportamiento fiscal continuará para cumplir con los compromisos asumidos en el acuerdo.

## Resultados Fiscales

En el marco de la reducción de transferencias corrientes y de capital a las jurisdicciones, FIX pondera el impacto más que positivo que se observa en los primeros cinco meses del año por el lado de las transferencias automáticas de Nación a las jurisdicciones, que acumulan un incremento de \$ 122.289 millones, equivalente a un 44,8% superior respecto a igual período del 2017. En esta línea el FMI estima que las transferencias automáticas crecerán en 2018 un 35,7% (+0,6% del PBI).

Por otro lado, en los primeros 5 meses del año, la reducción de las transferencias corrientes alcanza a \$1.477 millones, y las de capital alcanzan los \$5.399 millones, lo que indica que ya se encuentran operando en un marco de merma de recursos por ambos conceptos.

Considerando el total de recursos proyectados por transferencias a provincias (automáticas y discrecionales corrientes y de capital), estas recibirán en 2018 un incremento del 27,04%, en línea con las pautas de inflación asumidas para la elaboración de las estimaciones. En 2019, las transferencias crecerán un 18,7% contra una inflación estimada del 17% y en 2020 una suba del 20,9% contra un supuesto de inflación del 13%.

Las jurisdicciones con mayor exposición de sus ingresos a las transferencias corrientes discrecionales del Gobierno Nacional serán las más perjudicadas, mientras que aquellas que conservan sus Cajas de Seguridad Social serían las más beneficiadas dado el incremento en el financiamiento nacional de la seguridad social.

FIX entiende que el incremento de las transferencias automáticas permitirá compensar las mermas de recursos acordadas con el FMI de transferencias corrientes y de capital en el corto-mediano plazo, en la medida que el crecimiento económico acompañe el proceso de estabilización fiscal y financiera. FIX evaluará el impacto sobre las finanzas públicas nacionales y provinciales del menor crecimiento económico esperado para este año (0,4%), que repercutiría en una desaceleración de los recursos tributarios de los sub-soberanos (Coparticipación Nacional de Impuestos e Impuestos Propios) y podría afectar a un sector con déficits estructurales y financieros.

El incremento de los recursos de transferencia automática de la Coparticipación Federal se explica principalmente por la inflación, el crecimiento del PBI registrado acumulado en los primeros cinco meses del año, el fallo de la CSJN por financiamiento de AFIP, el 3% adicional de recursos coparticipables (excepto Santa Fe, San Luis y Córdoba) en base al acuerdo Nación Provincias y el Consenso Fiscal (compensaciones y cambio en el coeficiente de coparticipación de CABA del 3,75% al 3,5%).

La reducción del déficit primario acordado por el Gobierno Nacional, el Consenso Fiscal y la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal a la que se han adherido la mayoría de las jurisdicciones, podrían ayudar a apuntalar en el largo plazo la estabilidad presupuestaria de los gobiernos a través del control de sus gastos en la medida que la actividad económica no sufra mayores deterioros. En esta línea, las jurisdicciones a nivel consolidado han tenido un comportamiento fiscal prudente, registrando un déficit primario consolidado del 0,6% del PBI en 2015, 0,5% en 2016, 0,4% en 2017, siendo el proyectado para 2018 del 0,1% y de acuerdo al Consenso Fiscal alcanzarían el equilibrio en 2019. FIX entiende que las opciones de las jurisdicciones para lograr el equilibrio presupuestario serán la contención del gasto, el acceso a crédito por parte del Gobierno Nacional y en algunos casos el acceso a los mercados de capitales.

La consolidación del fortalecimiento fiscal en las jurisdicciones que FIX observa en los primeros meses del año dependerá tanto del sostenimiento del nivel de actividad, la evolución de los recursos tributarios propios y nacionales, como de la contención del gasto corriente y en el fortalecimiento de los consensos políticos entre Nación y provincias.

En este proceso de convergencia fiscal, el Consenso Fiscal se presenta como una opción importante de asistencia del Gobierno Nacional a los gobiernos sub-soberanos, a través de créditos de corto y largo plazo por parte del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial ("FFDP") para cubrir necesidades financieras, en un mercado de capitales volátil con altas tasas de interés y restricciones de liquidez. El Consenso contempla adicionalmente otro mecanismo de liquidez vía la emisión de los Bonos de Compensación (punto II c. del Consenso Fiscal) que implicarán la percepción por parte de las jurisdicciones de los servicios de deuda por un monto de \$5.000 millones en 2018 y \$12.000 millones en 2019. Se encuentra bajo análisis de cada sub-soberano la posibilidad de utilizar este Bono como herramienta para cancelar deuda con el Gobierno Nacional de acuerdo a la Resolución 501/2018 del Ministerio de Hacienda.

## Anexo A: Compromisos del Gobierno en el marco del Acuerdo con el FMI

A continuación se detalla la meta del déficit primario del Gobierno Nacional establecida en el marco del Acuerdo con el FMI. Adicionalmente se mencionan determinadas proyecciones de variables macroeconómicas estimadas por parte del Ministerio de Hacienda de la República Argentina y el FMI a fin de cumplir la meta acordada.

**Tabla #1**  
**Indicadores**

Detalle	Porcentaje del PBI					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Balance Primario	-2,7	-1,3	0,0	0,5	0,9	1,2
Gasto Primario	64,5	60,9	57,4	55,8	54,1	53,0
Variaciones Porcentuales						
PBI a precios constantes	0,4	1,5	2,5	3,1	3,1	3,2
IPC (final del período)	27	17	13	9	5	5

**Fuente:** sobre la base del Comunicado de Prensa Nro. 18/245 del FMI

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL INFORME DE CALIFICACIÓN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y FIX SCR S.A. no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por FIX SCR S.A. se basan en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Argentina, las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.