



INFORME MACROECONÓMICO

7 de Febrero de 2020 / N°: 264

Primeras políticas y deuda pública desde el
cambio de Gobierno





SUMARIO

- **POLITICA MONETARIA Y FISCAL:** Transcurrido más de un mes desde el cambio de Gobierno, la nueva administración fija las principales líneas de lo que parece ser su estrategia en el plano macroeconómico. Se mantendría una política fiscal contractiva, implementada mayormente mediante subas de impuestos, mientras que del lado monetario comenzó a verse un relajamiento en las condiciones crediticias.
- **LA SITUACIÓN DE LA DEUDA:** la resolución de la situación de la deuda pública será clave para los próximos años teniendo en cuenta que los pagos de deuda en moneda extranjera ejercerán presión sobre el tipo de cambio y que de la renegociación de la deuda con el FMI surgirán condicionalidades para la política económica.

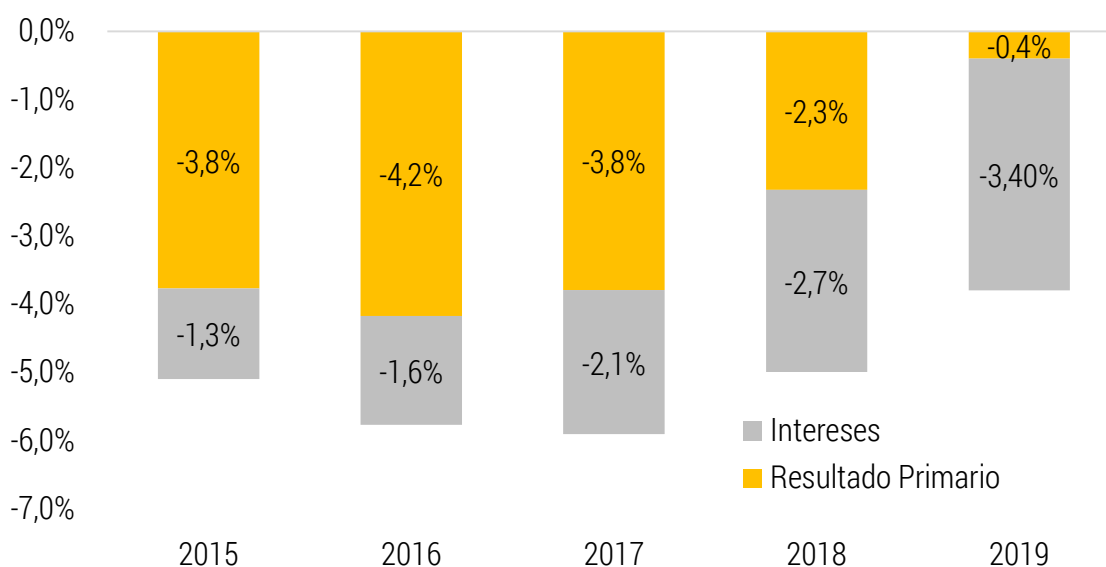


POLITICA MONETARIA Y FISCAL DESDE EL CAMBIO DE GOBIERNO

Transcurrido más de un mes desde el cambio de Gobierno, la nueva administración fijó las principales líneas de lo que parece ser su estrategia en el plano macroeconómico. Más en detalle, se mantendría una política fiscal contractiva, implementada mayormente mediante subas de impuestos, mientras que del lado monetario comenzó a verse un relajamiento en las condiciones crediticias. Sin embargo, el Gobierno todavía no presentó su oferta para el canje de deuda, que será la cuestión más importante para pensar la dinámica del país en los próximos años.

Como se señaló nuestro último Panorama Económico, el Gobierno logró la sanción de su Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva, que contiene varias medidas que afectan a las cuentas públicas. Fundamentalmente, se trata de un paquete de subas de impuestos, aunque también hay un componente por el lado del gasto al suspenderse la vigencia de la Ley de Movilidad Jubilatoria.

Resultado fiscal nacional – % del PBI



Fuente: Movimiento CREA en base a Ministerio de Economía e INDEC.

Antes de proceder a un análisis más detallado de las medidas involucradas, vale señalar que recientemente se conoció el resultado de las cuentas públicas de 2019, que constituye el punto de partida sobre el cual comenzará a operar el nuevo Gobierno. En ese sentido, como ocurrió también en 2015, existe una discusión en torno al número final del déficit según qué criterio se utilice, aunque las distintas metodologías no cambian demasiado el panorama general de lo ocurrido durante la anterior administración. En efecto, tanto el déficit primario de 0,4% del PBI, medido de acuerdo a la metodología acordada con el FMI, como el 0,9% planteado por el Gobierno, que descuenta ingresos



“extraordinarios”, como privatizaciones, que no se repetirán en 2020, implican una reducción respecto a lo observado en 2018 (2,3% del PBI) y en 2015 (3,8% del PBI). Vale recordar que el déficit primario no incluye a los intereses de la deuda pública, que crecieron fuertemente en el periodo, pasando de 1,4% del PBI en 2015 a 3,4% del PBI en 2019. Con todo, el déficit financiero (déficit primario + intereses) pasó de 5,1% del PBI en 2015 a 3,4% del PBI en 2019. Sin embargo, se debe tener en cuenta que la carga de los intereses muy posiblemente se vea reducida en la renegociación de la deuda que se dará durante los próximos meses.

De esta manera, el Gobierno actual encuentra un presupuesto cercano al equilibrio previo al pago de intereses, lo que representa un avance respecto a la situación de 2015. No obstante ello, tanto los acreedores privados como el FMI presionaran para que el Estado se muestre solvente; es decir, obtenga un superávit (ingresos mayores a los gastos) como condición para renegociar la deuda. En efecto, el propio Ministro Guzmán precisó que la Argentina deberá alcanzar un superávit en los próximos años, aunque el país no está en condiciones de realizar un esfuerzo adicional durante el año en curso.

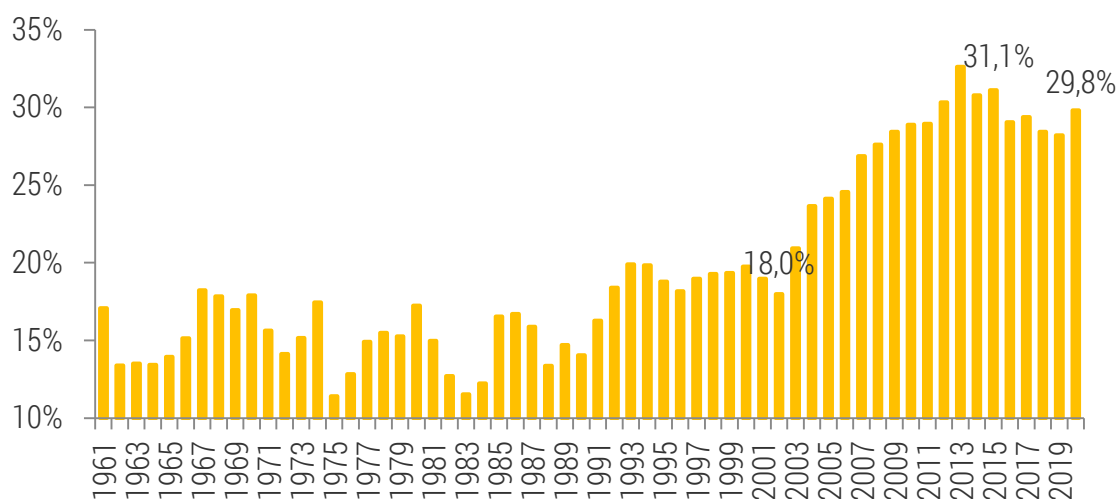
Más allá de las declaraciones que apuntan a mantener el déficit constante en 2020, lo cierto es que, observando las medidas hasta ahora tomadas, incluso podría verse una reducción en 2020. Particularmente, el aumento de la presión impositiva, sumado a la suspensión de la Ley de Movilidad jubilatoria para pasar a un sistema de aumentos por decreto, muy posiblemente generen una reducción del déficit que difícilmente sea compensada por otras partidas. En efecto, el aumento de la recaudación generado por la suba de las contribuciones patronales, los derechos de exportación, el impuesto a los bienes personales y la introducción del recargo de 30% a la compra de divisas y consumos en el exterior, se estima que será de entre 1,2% y 1,8% del PBI. En cuanto a las jubilaciones, que representan el 40% del gasto total, sólo aumentarlas en línea con la inflación de 2020 en lugar de aplicar la Ley de Movilidad Jubilatoria derivaría en un ahorro fiscal de 0,3% del PBI. Más aún, el Gobierno estaría analizando dar aumentos de suma fija, que generarían que los haberes de los jubilados de mayores ingresos pierdan contra el incremento de los precios.

Con todo, entre mayores ingresos por 1,2% del PBI y la potencial baja de las jubilaciones en términos del producto, que podría rondar 0,3% del PBI, resulta difícil pensar que el déficit fiscal no se reduzca en 2020. En ese sentido, compensar la austeridad derivada de esas medidas requeriría una expansión muy importante del gasto público. Sin embargo, más allá del efecto favorable que las medidas puedan tener en las cuentas públicas a corto plazo, se debe tener en cuenta que Argentina elevará nuevamente la presión tributaria, que podría alcanzar valores cercanos al 30% del PBI, dependiendo de la magnitud en que las provincias eleven las alícuotas de ingresos brutos tras la suspensión del conceso fiscal. A su



vez, la carga impositiva, que es alta en perspectiva histórica y en relación a la región, afectará el desarrollo del sector privado a mediano y largo plazo¹.

Presión tributaria nacional y provincial – % del PBI



*2016 y 2017 no contemplan recursos procedentes del blanqueo de capitales

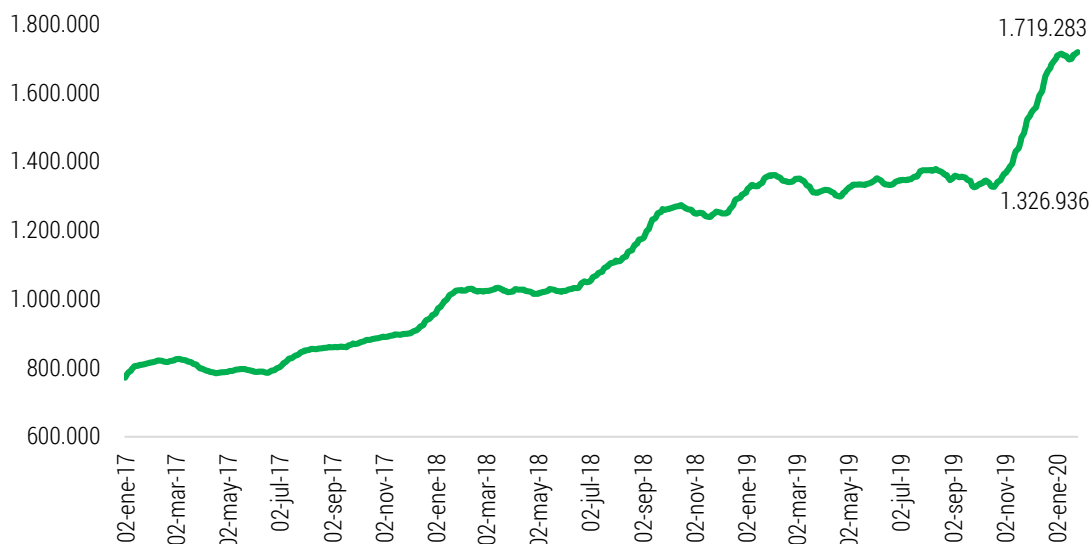
Fuente: Movimiento CREA en base a Ministerio de Economía, INDEC y O.J. Ferreres.

De manera contraria, la política monetaria continuó mostrando el relajamiento que comenzó a verse incluso previo al cambio de administración. En ese sentido, anteriormente estaba vigente, y se cumplía, un estricto esquema de “emisión cero” pactado con el FMI que, a todas luces, hoy está abandonado. En efecto, como puede verse en el gráfico, desde octubre último la base monetaria - cantidad de dinero en efectivo en circulación -, se incrementó 26% y, además, en diciembre estuvo 21,5% por encima de la meta establecida con el FMI. Esta evolución está estrechamente vinculada con la tasa de las LELIQ, que son el instrumento que se utiliza para controlar la cantidad de dinero, cuya tasa se redujo de 63% anual el 10 de diciembre a 50% anual en la actualidad. Si bien la tasa puede parecer todavía elevada, se debe tener en cuenta que, en 2019, la inflación fue del 54,6% anual y, en 2020, se espera un registro de 42,2% anual. Es decir, en un contexto de incertidumbre por la renegociación pendiente de la deuda pública y de elevados niveles inflacionarios, de todas formas se ha avanzado con un relajamiento de la política monetaria.

¹ En ese sentido, para un análisis de los efectos de los derechos de exportación sobre el agro recomendamos referirse a nuestro [Informe Microeconómico N 73](#).



Base monetaria – millones de \$, promedio móvil 30 días.



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Ampliando sobre el funcionamiento del esquema, el BCRA ofrece letras (LELIQ), en las cuales los bancos pueden volcar sus excedentes de efectivo, a cambio de una tasa de interés. Así, el BCRA quita dinero de circulación, aunque uno de los costos de la política es el de encarecer el crédito al sector privado en la medida que la tasa ofrecida por las LELIQ es muy segura, considerando que la autoridad monetaria tiene la capacidad de imprimir moneda, por lo que el instrumento pone un “piso” a la tasa que deberá pagar el resto de la economía. Por este motivo, al margen de las consecuencias que una política monetaria más relajada pueda tener sobre la dinámica inflacionaria y cambiaria, es esperable que, desde el punto de vista de la empresa, el crédito en pesos comience a hacerse nuevamente más accesible, luego de dos años de tasas elevadas. En ese sentido, una particularidad de la situación actual respecto a lo ocurrido en los últimos años, es que emisión no puede presionar sobre el mercado cambiario oficial debido a las restricciones implementadas para la compra. Así, los riesgos cambiarios radican más bien en suba de las versiones paralelas del dólar y en la ampliación en la brecha respecto al oficial.

En conclusión, el Gobierno parece actualmente estar combinando una política fiscal relativamente contractiva, centrada en la suba de impuestos, con una política monetaria con un sesgo más expansivo. Observando el mix de políticas hasta ahora implementado, los riesgos más relevantes parecen ser el efecto de la mayor emisión sobre la inflación y, a mediano plazo, los efectos negativos que pueda tener la elevada carga tributaria sobre el sector privado en general y sobre la inversión en particular. Sin embargo, la cuestión clave para la dinámica de los próximos años será la renegociación

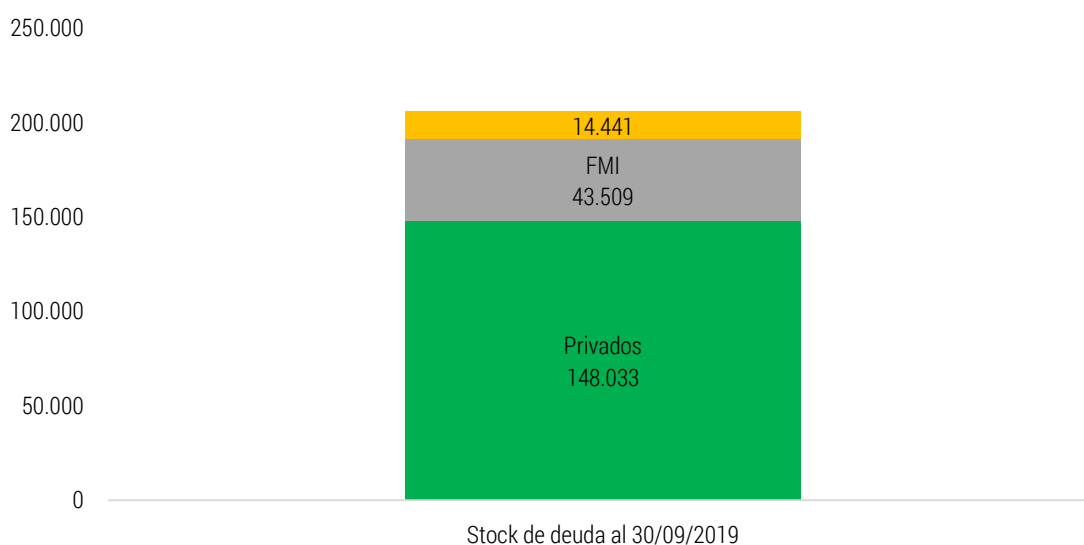


de la deuda y la posibilidad de una recuperación económica aparece mayormente condicionada al acuerdo que se alcance con los acreedores.

LA SITUACION DE LA DEUDA Y SU IMPACTO EN LA ECONOMIA

Más allá de la evolución de la política monetaria y fiscal del Gobierno, en esta sección buscamos explicar por qué la resolución de la situación de la deuda es el tema macroeconómico más importante para 2020 y los próximos años. Particularmente, nos enfocaremos en la porción de la deuda que se encuentra nominada en dólares debido a que tiene complicaciones adicionales en relación a la deuda en pesos y, por otra parte, también porque representa el 80% de la deuda del estado Nacional. Sintéticamente, ello se debe que los vencimientos en moneda extranjera no pueden enfrentarse mediante la emisión de dinero y requieren de la obtención de divisas por distintas vías, lo que, a su vez, puede presionar sobre el tipo de cambio.

Stock de Deuda Neta – expresado en millones de USD



Fuente: Movimiento CREA en base a Ministerio de Economía.

Como punto de partida, es importante señalar que, durante los próximos años, si no existe la posibilidad de refinanciarse, será necesario generar divisas para enfrentar los vencimientos de capital e intereses. Concretamente, se deberá exportar más de lo que se importa, de manera que quede un saldo de dólares a favor del país que tenga la magnitud suficiente para honrar los compromisos. En ese sentido, la variable que, a corto plazo, permite generar un saldo comercial positivo es un tipo de cambio atractivo, lo suficientemente elevado, para estimular las exportaciones y contraer las importaciones. El mecanismo que presiona sobre el tipo de cambio es la demanda de divisas del propio estado, que



opera en el mercado cambiario comprando los dólares al sector privado para luego poder pagar a los acreedores. Un punto importante es que obtener los fondos en pesos para adquirir los dólares al sector privado no es trivial y se conoce como el problema de la transferencia. En ese sentido, si la cifra a comprar es muy grande y se recurre a imprimir pesos para dar curso a la operación, las consecuencias inflacionarias pueden ser significativas. De manera contraria, el estado puede evitar la emisión de dinero si tiene más ingresos que gastos y utiliza esa diferencia para hacerse de dólares en el mercado cambiario, aunque en ese caso la dificultad pasa por lograr un superávit de las cuentas públicas de magnitud suficiente.

De esta manera, cuanto mayor sea la deuda a pagar en los próximos años, mayor será también la presión sobre el tipo de cambio. Por otra parte, además de las ya mencionadas dificultades relacionadas a la dinámica inflacionaria o al ajuste de las cuentas públicas, la relación inversa entre el tipo de cambio real y el poder adquisitivo del salario, hace que resulte difícil pensar en una recuperación vigorosa del mercado interno desde los niveles actuales en un escenario de pagos de deuda elevados. En perspectiva histórica, los 80s y la primera parte de los 2000 fueron periodos de crisis relacionadas a la deuda, donde se dieron varias de las dificultades mencionadas.

Ante este panorama, existen dos posturas respecto a cómo lograr que el país transite de manera más favorable los próximos años. Una de ellas sostiene que la renegociación con los acreedores debe ser los más “amigable” posible, de manera que se pueda recuperar el acceso al mercado en un plazo relativamente corto, posibilitando la refinanciación, y evitando las consecuencias de tener que cancelar la deuda “en efectivo”. De manera contraria, hay quienes sugieren que ese camino genera el riesgo de hacer una quita demasiado chica y volver a tener problemas con los niveles de endeudamiento a los pocos años. Así, la solución pasa por reducir la deuda de manera agresiva, achicando la deuda hasta un monto pagable, incluso si es “en efectivo”, y despejando las dudas sobre la solvencia del país en el futuro. Por supuesto, el costo de una renegociación más dura se hace más notable en el largo plazo en la medida que se considere que el acceso de un país y sus empresas al financiamiento internacional es un elemento necesario para su desarrollo. Un punto importante es que el Ministro Guzmán, en su trayectoria previa como académico, se ubicaba dentro del grupo de quienes proponen una quita más significativa.

El proceso de renegociación argentino tiene, además, una complejidad adicional que tiene que ver con la multiplicidad de actores involucrados. En efecto, simplificando, existen al menos dos actores diferentes “el FMI” y “los privados”. Por un lado, el FMI es un organismo internacional con el cual la deuda puede refinanciarse o pagarse en mayores plazos, pero no es posible realizarle una quita. De manera contraria, los acreedores privados se encuentran más atomizados, tienen diferentes incentivos



según del tipo de fondos o inversores particulares de los que se trate y es posible, negociación mediante, pagarles menos del monto original adeudado. No obstante ello, no siempre está garantizado un desenlace favorable para el estado; como mostró la situación de esta semana de la provincia de Buenos Aires, que, luego del intento de negociar concesiones, terminó pagando el monto total adeudado, o la resolución del caso de los holdouts o fondos buitres de 2016, que cobraron el total pendiente más intereses punitivos. En igual sentido, en la crisis de deuda de los 80s se obtuvo un alivio menor con el Plan Brady de los 90s luego de un camino arduo.

Un punto importante es que el FMI no se opone a una potencial quita a los acreedores privados e incluso recomienda ese rumbo. Ello se debe a que el FMI tiene la particularidad de ser el último actor que presta a un país, cuando ya los mercados privados de crédito están cerrados; pero, como contrapartida, tiene prioridad para cobrar por encima de otros acreedores. Además, el FMI condiciona la política económica local en mayor medida que los acreedores privados, que generalmente se limitan a pedir superávit fiscal como señal de solvencia.

En ese sentido, si bien, como vimos en la sección anterior, el Gobierno pareciera estar implementando una política fiscal relativamente ortodoxa, el FMI no favorece en general una política monetaria relativamente laxa como la que se está empleando en la actualidad.

En suma, en los próximos meses, Argentina deberá encarar una renegociación compleja. Dependiendo del rumbo adoptado, los costos a corto y largo plazo pueden variar, pero existen riesgos cambiarios e inflacionarios vinculados a los pagos de deuda, así como diferencias en los plazos en que Argentina permanecerá aislada de los mercados internacionales de crédito. Además de la incertidumbre en torno al resultado de las negociaciones y de los montos que finalmente se deban pagar, existe una dificultad relacionada a la deuda contraída con el FMI y al grado en el que organismo condicionará la futura política económica.



TABLERO MACRO

Variables Mensuales

Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	EMAE	-1,7%	-1,9%	-2,3%	nov-19	Pesos Constantes
	Agro	EMAE - Sector Agropecuario	-	1,5%	23,1%	nov-19	Pesos Constantes
	Construcción	ISAC	1,2%	-5,2%	-8,0%	nov-19	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	1,9%	-14,3%	-14,3%	ene-20	Toneladas
	Industria	IPI	-3,3%	-4,5%	-6,9%	nov-19	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	-46,4%	-29,1%	-32,5%	dic-19	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados y Mayoristas	-	-2,3%	-10,1%	nov-19	Pesos Constantes
	Consumo	IVA Real	-	-9,2%	-9,0%	dic-19	Pesos Constantes
Consumo	Confianza del Consumidor	1,6%	30,0%	30,0%	ene-20	Índice	
Empleo y Salarios	Nivel General	Empleo Privado Formal	-2,4%	-2,5%	-2,3%	nov-19	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	1,2%	-1,8%	1,1%	nov-19	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	Empleo Público Formal	0,0%	1,3%	0,8%	nov-19	Miles de Trabajadores
Nivel General	Salario Privado Formal	-	-8,8%	-8,0%	nov-19	Pesos Constantes	
Exportaciones	Nivel General	Exportaciones Totales	-	0,7%	5,4%	dic-19	Millones de Dólares
	Nivel General	Productos Primarios	-	-5,6%	25,1%	dic-19	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Agrop.	-	12,6%	4,5%	dic-19	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Ind.	-	-10,2%	-6,8%	dic-19	Millones de Dólares
Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	28,1%	4,1%	dic-19	Millones de Dólares	
Importaciones	Nivel General	Importaciones Totales	-	-20,0%	-25,0%	dic-19	Millones de Dólares
	Inversión	Bienes de Capital	-	-19,0%	-30,7%	dic-19	Millones de Dólares
	Consumo	Bienes de Consumo	-	-3,0%	-25,6%	dic-19	Millones de Dólares
Precios		IPC Nacional	3,7%	54,6%	54,6%	dic-19	Índice de Precios
Monetarias y Financieras		Dólar Mayorista	0,2%	60,4%	60,4%	ene-20	Pesos por Dólar
		Índice Merval	11,1%	21,2%	21,2%	ene-20	Puntos Básicos
		Reservas	2,1%	-31,7%	-31,7%	ene-20	Millones de Dólares
		Prestamos en Pesos	-2,3%	-22,9%	-15,1%	ene-20	Pesos Constantes
		Prestamos en Dólares (S Privado)	-6,9%	-35,6%	-8,4%	ene-20	Millones de Dólares
Fiscales		Gasto Primario	-	34,6%	38,3%	dic-19	Pesos Corrientes
		Subsidios Económicos	-	-19,9%	20,3%	dic-19	Pesos Corrientes
		Gasto Social	-	68,9%	50,3%	dic-19	Pesos Corrientes
		Gasto en Infraestructura	-	-34,7%	12,4%	dic-19	Pesos Corrientes
		Recaudación	-	65,1%	48,2%	dic-19	Pesos Corrientes
		IVA Neto de Reintegros	-	31,6%	38,4%	dic-19	Pesos Corrientes
		Ganancias	-	19,7%	22,7%	dic-19	Pesos Corrientes
	Seguridad Social	-	50,7%	35,8%	dic-19	Pesos Corrientes	

Variables Trimestrales

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	0,9%	-1,7%	-2,5%	III-19	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	12,2%	26,3%	III-19	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	0,3%	-4,9%	-7,8%	III-19	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	0,0%	-10,2%	-17,8%	III-19	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	-27,6%	53,9%	5,8%	III-19	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	20,1%	39,0%	-4,1%	III-19	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	9,0%	13,4%	22,5%	III-19	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	-19,1%	19,2%	5,7%	III-19	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.



INFORME MACROECONÓMICO



Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:

Laura Pederiva Economista a Cargo Santiago Giraud

Visite nuestra página web: www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. economia@crea.org.ar
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son