



INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

41° | Octubre 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

El gobierno de Cambiemos deja al presidente electo Alberto Fernández una economía en recesión y con alta inflación, luego de un mandato en el cual se observaron retrocesos evidentes en materia de pobreza y desigualdad. **Prácticamente el único plano en el cual el oficialismo podrá mostrar una estadística al menos defendible es en el fiscal.**

La mejora en el resultado primario solo se dio en la segunda mitad del mandato y de la mano de un férreo programa de ajuste negociado con el FMI. Por otro lado, el resultado financiero, que incluye el pago de intereses, mostró una mayor resistencia a la baja **como consecuencia de la propia estrategia de financiamiento elegida con el gobierno.**

A pesar de esto, el panorama fiscal a futuro está lejos de ser auspicioso. En lo que va de 2019 el equilibrio se alcanzó a partir de la liquidación de activos, como el Fondo Argentino de Hidrocarburos, parte de las acciones del FGS y dos centrales térmicas, entre otros, aunque el congelamiento en clave electoral de las tarifas de electricidad, gas y transporte público en AMBA siguen poniendo a las finanzas públicas bajo presión.

De cara a 2020, que será el primer año de la nueva gestión, **dos años de recesión y la herencia de la reforma tributaria de Cambiemos pondrán un techo a la recuperación del resultado fiscal**, que difícilmente será compatible con las aspiraciones del FMI.

Más allá de la discusión en torno al resultado primario, los problemas “debajo de la línea” no son menores. En un contexto en el cual la renegociación de la deuda será un aspecto clave del entorno macroeconómico que enfrentará la próxima administración, el muy corto plazo no está exento de dificultades. **El gobierno saliente probablemente utilice reservas internacionales para servir los vencimientos en dólares y monetizará al menos una porción del déficit en pesos** de la última parte del año.

Si bien el reciente endurecimiento de los controles de cambio crea una demanda cautiva de pesos, **las consecuencias de una brecha cambiaria potencialmente elevada también deberán tomarse en consideración a la hora de analizar los peligros que enfrentará el cambio de mando.**

La trampa fiscal 2020

En el debate presidencial del 2015 el macrismo se propuso alcanzar la pobreza cero en cuatro años, pero después de asumir planteó que era un objetivo de largo plazo y que el compromiso era reducirla de a poco. A dos meses de finalizar el mandato, el gobierno se encamina a ser el único desde el 2001 que deja el poder con más pobres que los que encontró. También se propuso bajar la inflación, pero terminará dejando el mayor nivel desde la última hiper de comienzos de la década del noventa. A esto tenemos que sumar que será también el primer gobierno desde 2001 en dejar una economía más chica que la que recibió. Y más endeudada, con más desempleo y desigualdad.

Frente a este escenario, en los últimos días se presentó el resultado fiscal del tercer trimestre de 2019. Este dato fue difundido por las autoridades como **el único objetivo macroeconómico que el gobierno va a cumplir: el equilibrio primario acordado con el FMI**.

Para ponderar la importancia de este tema recordemos que en el 2016 el gobierno se puso como uno de sus principales objetivos la eliminación del déficit fiscal, bajo la premisa de que era la llave para abrir la puerta del crecimiento.

Ahora bien, mirando la información en detalle, **el resultado fiscal de 2019 contiene ingresos extraordinarios que ponen un velo sobre la situación real**, a la vez que implican una inercia para 2020 que deja una situación muy compleja frente a las eventuales exigencias del Fondo.

De este modo, y como ocurrió con la mayoría de sus objetivos macro, **el macrismo también habrá fracasado en alcanzar la meta fiscal**. Según el último comunicado oficial en los primeros nueve meses de 2019 se logró un superávit primario de \$22,8 mil millones (0,1% del PIB), sobre cumpliendo la meta del FMI que se había fijado en un déficit primario de -\$2,4 mil millones (0% del PIB). Sin embargo, cuando se desagregan los datos que están detrás de esos \$22,8 mil millones, algunas cuestiones llaman la atención.

Primero, **por el lado de los ingresos corrientes, aparecen aumentos atípicos en partidas que suelen ser insignificantes**. Este es el caso de las transferencias corrientes como ingresos del Tesoro Nacional, que suelen

rondar los \$600 millones mensuales y que en julio tuvieron un crecimiento inusual. En dicha partida se imputó \$8.524 millones provenientes del Fondo Argentino de Hidrocarburos. El gobierno no dio ninguna precisión de cuál era el sentido de esa transferencia, pero lo que queda claro es que no corresponde a un ingreso recurrente sino más bien a la liquidación del Fondo.

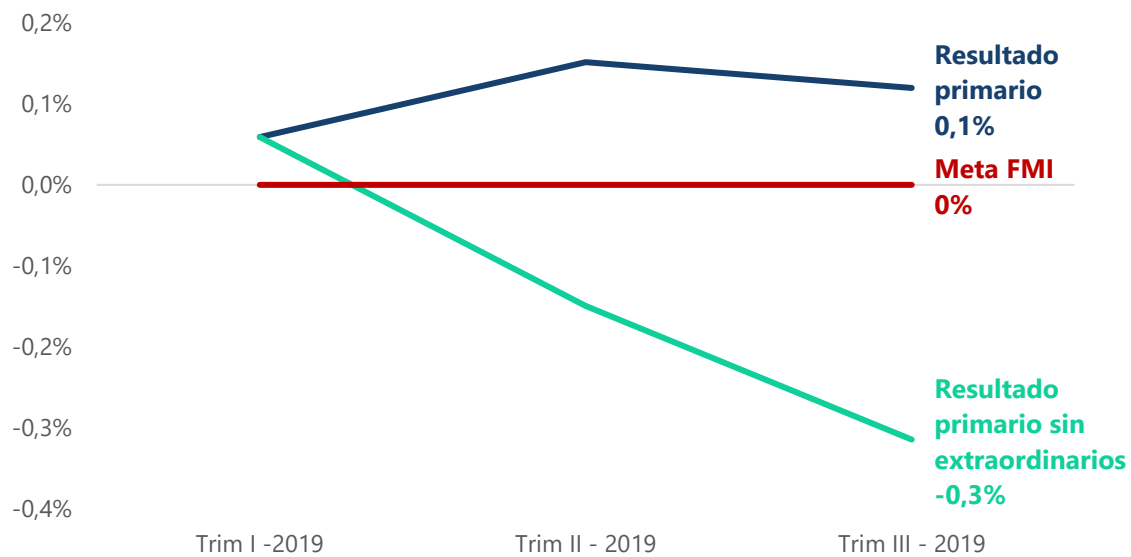
Algo similar ocurre con los ingresos de capital, donde también sobresalen aumentos en los últimos trimestres de 2019. En general, esta partida no supera los \$2 mil millones por trimestre, pero entre el segundo y tercer trimestre de 2019 acumuló casi \$90 mil millones. Dos conceptos están detrás de ese número: por un lado, cerca de \$45 mil millones por la venta de dos centrales térmicas -que habían sido construidas para ese fin durante el kirchnerismo- y por el otro, más de \$41 mil millones que se explican por la venta de acciones de empresas en poder del Fondo de Garantía de Sustentabilidad.

Si no consideramos todos estos ingresos extraordinarios **el resultado fiscal en estos primeros nueve meses pasa de un superávit de \$22,8 mil millones a un déficit de \$72,2 mil millones**, superando ampliamente el límite impuesto por el FMI de solo \$2,4 mil millones de déficit.

Por otro lado, **el Tesoro también se ve obligado a destinar mayores recursos en concepto de subsidios a las tarifas de electricidad, gas y transporte público en AMBA**, congelados en clave electoral en el mes de abril. En lo que respecta a electricidad, los dos aumentos de las tarifas pautados para el periodo comprendido entre mayo y diciembre fueron absorbidos por el Estado. En materia de gas, se aplicó una triple suba escalonada en abril, mayo y junio (10%, 9% y 8% respectivamente), pero el Estado financió un descuento de 22% de la tarifa de los meses de invierno, la cual será abonada por los usuarios a partir de enero 2020. Finalmente, el transporte público en la región metropolitana también fue congelado, luego de un alza que alcanzó el 40% en el primer cuatrimestre en el caso de los colectivos.

Sin la bala de plata de la liquidación de activos, el déficit está creciendo

Déficit primario acumulado en % del PIB



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Secretaría de Hacienda

El verdadero problema: la meta fiscal 2020

Más allá del cumplimiento de la meta de 2019, para la cual estimamos un déficit a diciembre en torno al 0,8% del PIB¹ (sin incluir nuevos ingresos extraordinarios) el problema está en el horizonte que le tocará al próximo gobierno.

El macrismo logrará un resultado fiscal relativamente alineado con la meta del Fondo pero a fuerza de tres factores que serán muy difíciles de mantener en 2020: 1) la liquidación de activos, como en el caso del FGS y las ventas de centrales térmicas, 2) el crecimiento de la recaudación por comercio exterior, en parte por ser un ingreso fiscal dolarizado y en parte por la generalización de la base imponible (en base a una alícuota fija en pesos que ya comenzó a licuarse), y 3) el ajuste en obra pública y los salarios del sector público.

A este escenario debemos sumar las esquirlas de la reforma tributaria de finales de 2017. En ella se aprobó un esquema de reducciones de

¹ El acuerdo con el FMI contemplaba una meta del 0% de déficit con la posibilidad de aumentarlo hasta 0,3% con la ampliación de ciertos gastos sociales y hasta 0,5% con la ejecución de nuevos gastos de capital, siempre que estos fueran financiados por créditos de organismos. El presupuesto 2020 prevee que el déficit será efectivamente de -0,5% del PIB.

impuestos a la seguridad social que cobrará mayor relevancia el año que viene. La creación de la figura de un mínimo no imponible que se definió en \$17.509 mensuales para 2019 y se aplica por un coeficiente de 40% que pasará a 60% en 2020. Ya este año vemos como los aportes y contribuciones se reducen no solo por la destrucción del empleo privado registrado, sino también por una menor alícuota efectiva, a lo que se suma una "recomposición" salarial que se mantiene por debajo de la inflación.

La meta fiscal 2020 del FMI es políticamente inviable

Proyección de resultado fiscal del Sector Público Nacional

Concepto	En miles de millones de \$			Variación real anual		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Ingresos corrientes	2.588	3.747	5.452	-3%	-6%	-2%
Tributarios	1.415	2.136	3.153	-6%	-2%	0%
Seguridad Social	902	1.225	1.750	-8%	-12%	-3%
Otros	272	387	549	35%	-8%	-4%
Gastos corrientes	3.118	4.536	6.738	-4%	-5%	0%
Consumo y operación	536	737	1.034	-9%	-11%	-5%
Rentas de la propiedad	389	773	1.144	29%	29%	0%
Prestaciones de la seguridad social	1.292	1.826	2.776	-6%	-8%	3%
Otros gastos corrientes	13	18	25	93%	-8%	-3%
Transferencias corrientes	818	1.085	1.615	-11%	-14%	1%
Al sector privado	621	819	1.232	-9%	-14%	2%
Al sector público	194	263	378	-17%	-12%	-3%
A provincias y CABA	79	114	167	-29%	-7%	-1%
A universidades	109	137	194	-4%	-18%	-4%
Otras	6	12	17	-21%	32%	-3%
Al sector externo	3	3	5	-20%	-22%	3%
Otros gastos	0	0	0	315%	-12%	1%
Déficit operativo de empresas públicas	71	97	144	13%	-11%	0%
Ingresos de capital	12	101	11	228%	437%	-92%
Gastos de capital	210	260	359	-25%	-19%	-7%
Resultado Primario	-339	-176	-491			
Resultado Financiero	-728	-949	-1.634			
Gasto Primario	2.940	4.024	5.954	-9%	-11%	0%
Gasto Total	3.328	4.787	7.084	-6%	-6%	0%
Ingresos Totales	2.601	3.848	5.463	-3%	-4%	-4%
Resultado Primario (en % del PIB)				-2,3%	-0,8%	-1,6%
META FMI: Resultado Primario (en % del PIB)					0,0%	1,0%
Resultado Financiero (en % del PIB)				-5,0%	-4,4%	-5,2%
Impulso Fiscal (diferencia anual entre el ratio Gasto/PIB e Ingresos/PIB)				-1,5	-1,5	0,8

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía

Con este peligroso cóctel, **el escenario base que esperamos para 2020 es de un déficit primario de -1,6% del PIB, que es consistente con un déficit financiero de -5,2% del PIB.** Esto implica: 1) un gasto primario que no crece en términos reales, 2) ingresos que caen en términos reales un -4% como consecuencia del nuevo mínimo no imponible en impuestos a la seguridad social y 3) la ausencia de nuevas liquidaciones de activos del Estado.

El compromiso con el FMI es alcanzar un superávit de 1% del PIB para 2020. Como, vemos aun sin política fiscal expansiva, la proyección marca un déficit de -1,6% del PIB. En consecuencia, habría que hacer sobre ese escenario neutro, un ajuste de 2,6% del PIB para alcanzar la meta. **En el contexto de crisis social que el macrismo dejará el gobierno, un ajuste de esa magnitud está muy lejos de ser políticamente posible².**

Todo parece indicar que este tema debe incluirse en la revisión del acuerdo con el Fondo a partir del 11 de diciembre. Cualquier meta de resultado primario que implique un mayor ajuste del gasto del que estamos proyectando podría agravar la situación de la economía real y alejarnos un poco más de una salida que incluya, sobre todo, a los sectores más afectados por la crisis provocada por la política del actual gobierno.

Las finanzas debajo de la línea

Al igual que en el caso del déficit primario, la discusión en torno al programa financiero puede dividirse en dos frentes. Por un lado, están los problemas de corto plazo, vinculados con la necesidad de cerrar la brecha fiscal de acá a fin de año. Este período coincide con el fin del mandato de Mauricio Macri y con el cierre completo de los mercados de deuda, en vista de la decisión del gobierno saliente de *reperfilear* las letras y habilitar la discusión parlamentaria sobre las condiciones de pago de la deuda bajo ley nacional.

Según nuestras estimaciones, el *gap* en dólares para los últimos dos meses del año es de USD 2,3 mil millones, el cual **debería ser cerrado a partir**

² En estas estimaciones no se incluyen los efectos del reciente fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, que obliga al Tesoro Nacional a compensar a las provincias por la rebaja de IVA y Ganancias, ni el impacto que pueda tener la reversión de la reforma de la movilidad jubilatoria de 2017 que aún no cuenta con un fallo de la Corte.

del uso de reservas internacionales -ya se utilizó al menos una parte del tramo de fortalecimiento de reservas negociado con el FMI-.

Programa financiero 2019-2020

En miles de millones

Por moneda de emisión	nov-dic 19	2020
Dólares	2,3	19,6
OOII y otros	0,5	3,7
Letras y bonos	1,8	15,9
Pesos	318,7	1.067,9
Letras y bonos	127,5	576,9
Déficit primario	191,2	491,0

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Por otro lado, deberá cerrarse una brecha en pesos de \$318,7 mil millones, **una parte de la cuál probablemente se financie con emisión monetaria**. En un escenario de fuertes presiones cambiarias, esta estrategia de financiamiento puede no ser neutral a los efectos del comportamiento del dólar. Si bien el reciente [endurecimiento](#) de los controles de cambio crea una demanda cautiva de pesos, las consecuencias de una brecha cambiaria potencialmente elevada también deberán tenerse en consideración.

Para el año que viene, calculamos una brecha financiera en dólares de USD 19,6 mil millones y en pesos de \$1.067,9 mil millones. De este modo, las necesidades totales expresadas en dólares ascenderían a USD 34,9 mil millones para 2020.

Cerradas otras vías de financiamiento, **la emisión monetaria se muestra como una alternativa para conseguir fondos de cara al próximo mandato presidencial**, en un contexto en el cual la renegociación de deuda será un elemento clave del entorno macro. Como es evidente, la utilización del canal de financiamiento monetario no está exento de controversias. El gobierno de Cambiemos procuró dejar de utilizarlo, e incluso dentro de las condiciones negociadas en el programa del FMI figuraba la sanción de una nueva Carta Orgánica para el BCRA, que bloquearía legalmente el uso de esta ventanilla de crédito para el fisco³.

Más allá de sus efectos macro y la reticencia del FMI, **el actual marco normativo y la propia evolución de algunas variables clave podría**

³ Para una discusión al respecto, puede consultarse la siguiente [nota](#).

imponer límites a esta modalidad de financiamiento en la primera mitad del próximo mandato presidencial.

Como es sabido, hay dos vías a través de las cuáles se puede producir el financiamiento monetario. La primera de ellas son los adelantos transitorios (AT). **El stock de adelantos transitorios se encuentra congelado desde fines de 2018**, lo cual quiere decir que solo se otorga crédito al gobierno para cubrir las obligaciones con el BCRA que van venciendo.

Adelantos transitorios del BCRA

En miles de millones de pesos

	2018	2019 (p)	2020 (p)
Ordinarios			
Observados	502,7	502,7	586,2
Máximo admitido	427,9	586,2	755,6
Margen	-74,8	83,4	169,5
Margen (% PIB)	-0,5%	0,4%	0,6%
Total (ordinarios y extraord.)			
Observados	502,7	502,7 ⁴	985,8
Máximo admitido	686,7	985,8	1.268,8
Margen	184,0	483,1	283,0
Margen (% PIB)	1,3%	2,2%	0,9%

Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC

La Carta Orgánica del Banco Central establece que el stock de AT puede alcanzar hasta un máximo de 10% de los ingresos corrientes del sector público nacional más un 12% de la Base Monetaria. Adicionalmente, se permite un extra de 10% de los ingresos corrientes del fisco, que se corresponden con los AT extraordinarios, cuya utilización debe ser debidamente justificada por el Ministerio de Hacienda.

Para fines de 2019, estimamos que el margen de AT ordinarios será de \$83,4 mil millones (0,4% del PIB), pero subirán hasta \$483,1 mil millones si se utilizan los extraordinarios. Para 2021 la disponibilidad de estos fondos estará relativamente restringida si la demanda de pesos y la recaudación expresada en términos reales no se recuperan de modo significativo en el 2020.

⁴ No incluye lo dispuesto en el Decreto 740/2019, dado que estos recursos aún no han sido utilizados.

La utilización de los AT implica, no obstante, un mayor endeudamiento. Aunque en este caso se trate de financiamiento intra-sector público, afectará a las estadísticas de deuda, lo cual puede jugar en contra de la estabilización del peso de la deuda en el PIB y complicar las conversaciones con acreedores en torno a la renegociación de la deuda. Por este motivo, **la otra ventanilla de financiamiento que se encuentra disponible y que a priori no afecta la deuda pública es la de las utilidades del BCRA.**

Resultado cuasi-fiscal del BCRA

En miles de millones de pesos

	2018	2019 (p)	2020 (p)
Intereses ganados	71,4	72,7	102,2
sobre TP	59,3	64,1	90,2
RRII y otros	12,1	8,6	12,0
Intereses perdidos	-390,3	-721,0	-790,0
sobre LyN	-383,2	-691,2	-748,1
otros	-7,2	-29,7	-41,8
Dif. Netas cotización	789,2	799,7	434,4
Dif. neg. divisas y otros	106,6	99,1	139,4
Total Utilidades BCRA	576,9	250,5	-113,9
Total Util. BCRA (Netas)	372,7	250,5	-113,9
% PIB (Netas)	2,6%	1,1%	-0,4%

Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC

El balance 2018 del BCRA arrojó un resultado positivo de \$576,9 mil millones, motivado en gran medida por la fuerte devaluación del peso. De este monto, se utilizaron \$204,2 mil millones en lo que va del año, la mayoría de los cuáles estuvieron destinados a cancelar el adelantamiento del pago del REPO, registrado en agosto. **El margen restante sería, en principio, suficiente para cerrar la brecha fiscal en pesos del último bimestre del año.**

Por lo pronto, el 28 de octubre el PEN emitió el Decreto 740/2019, que entre otras cosas habilita una ampliación presupuestaria para el financiamiento vía adelantos transitorios de \$400 mil millones y la utilización de utilidades por \$204,2 mil millones.

De cara al próximo bienio, la situación podría ser menos holgada. De no mediar grandes variaciones en el tipo de cambio y las tasas de interés en lo que resta del año, el resultado cuasifiscal será positivo pero más

moderado que el de 2018, como consecuencia de la menor devaluación y la política de tasas de interés altas derivada de las metas monetarias. A esto se debe sumar el cambio que impulsó Federico Sturzenegger en la forma de valorar las letras intransferibles del Tesoro que el Banco Central tiene en su poder. Si esta forma de valuación se sostiene y no se computan a valor técnico, el resultado en 2019 podría incluso ser negativo.

El año que viene, una combinación de cierta apreciación real del tipo de cambio, desinflación y continuidad de una tasa de interés real positiva podrían generar una nueva pérdida para el BCRA, poniendo un techo al financiamiento monetario del sector público.