


# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

43° | Diciembre 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

# CLAVES DE LECTURA

El aumento de las retenciones a las exportaciones y la aprobación de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva marcaron la agenda económica de las primeras semanas del nuevo gobierno.

La estrategia del oficialismo es clara: **cubrir con nuevos impuestos el 1,5% de déficit primario inercial heredado de la administración de Cambiemos para 2020**, en la medida de lo posible utilizando impuestos progresivos o que mejoren el frente externo. Esta es la primera señal clara de voluntad de sostenibilidad fiscal enviada por el gobierno entrante, bajo la premisa de que la situación social no permite ajustar aún más el torniquete del gasto.

Por otro lado, bajo la lógica de las flamantes autoridades, **una política severa de ajuste fiscal no es garantía de mayor sustentabilidad de la deuda** si esto desencadena un recrudecimiento de la recesión y la caída de la recaudación. Por este motivo, **recuperar el crecimiento no es solo un eslogan de campaña sino parte fundamental del programa de consistencia macro**.

Sin embargo, **para que la economía vuelva a crecer en la primera mitad del mandato del nuevo gobierno se deben evitar nuevas rondas de devaluaciones abruptas**. Para esto, es indispensable que se verifiquen dos condiciones: que se consiga una **renegociación exitosa de la deuda pública** y que, posteriormente, se logre **evitar una apreciación significativa de la moneda doméstica**. Hay dos políticas que serán centrales para la dinámica del tipo de cambio real: el manejo cambiario y la política de ingresos.

Respecto de la primera, deberá implementarse una **arquitectura cambiaria adecuada a la coyuntura doméstica** que administre el delicado equilibrio entre el abastecimiento de divisas y la brecha de tipo de cambio. Pero además, el Banco Central deberá garantizar la **consistencia entre la administración de reservas, el financiamiento al fisco y su política de tasa de interés**.

Por su parte, una de las principales espadas de la política de precios será el **Acuerdo Económico y Social**, que seguramente estará mediado no solo por la evolución del tipo de cambio, sino también por los acuerdos

de precios y salarios sobre los cuáles se vaya a avanzar. En este sentido, la **suspensión de la movilidad jubilatoria**, en tanto brazo de la política de ingresos, intentará jugar un rol clave en la lucha contra la elevada inercia inflacionaria, también heredada de la anterior administración.

Más allá de algunas definiciones generales, **hay una gran ausente en el paquete aprobado en el Congreso, que es la política energética de más largo plazo**. Este es un eje que atravesará todos los aspectos relevantes de la gestión macro (sostenibilidad fiscal, inflación, sector externo y política productiva). Habrá que esperar un poco más para obtener definiciones en este frente.

## Reacomodando el frente fiscal

A días de terminar el año y con el resultado fiscal de los primeros once meses, **todo parece indicar que 2019 finalizará con un déficit fiscal primario de alrededor de -0,7% del PIB**, un valor que se encuentra en el umbral de tolerancia del acuerdo con el FMI.

Lo cierto es que **este moderado déficit se logrará gracias a la bala de plata de unos recursos extraordinarios** con los que no podrá contarse para el año que comienza; los cuales también se acompañaron de un ajuste real del gasto primario que, luego de caer un 9% el año pasado, cerrará el 2019 con una caída de dos dígitos.

**El gobierno de Cambiemos finalizó con un cóctel fiscal excesivamente tensionado:** efímeros anabólicos del lado de los recursos, una carga de intereses de deuda que se duplicó durante los 4 años de gestión y un gasto primario que se muestra muy debilitado frente a las acuciantes necesidades de amplios sectores de la población.

Cuando el espacio fiscal deviene insignificante en un escenario de emergencia social, **las políticas públicas deben servirse de una buena dosis de creatividad** mientras se administran los conflictos que irán emergiendo al quitar de un lado para poner en otro. En eso parece estar el nuevo gobierno tras la aprobación de la ley de Solidaridad Social.

En estas primeras semanas de gestión, las autoridades económicas remarcaron un mensaje que se puede resumir de la siguiente manera: hace falta un Estado presente que facilite la recuperación, pero no hay recursos en la magnitud necesaria para que el gasto público sea el *driver* del crecimiento, ni parece adecuado encontrar ese financiamiento en la emisión monetaria.

Sin tener en cuenta las medidas con impacto fiscal de la Ley de Solidaridad Social, el escenario de base para las cuentas públicas 2020 lucía sombrío. Aún en una situación donde el gasto primario se hubiese mantenido en el mismo nivel real que deja este año, **la ausencia de los recursos extraordinarios que usó el macrismo en 2019 iba a implicar un déficit primario de -1,5% del PIB**, un resultado que se alejaba en 2,5 puntos porcentuales de la meta acordada con el FMI para 2020.

Pasar de un déficit de -1,5% a un superávit de 1% del PIB en 2020 requiere un aumento de recursos o un ajuste de gastos cercano a los \$800 mil millones. Llegar desde ese déficit a un equilibrio fiscal implica un esfuerzo de \$470 mil millones. **La urgencia de las necesidades que dejó el macrismo pone a estas cifras fuera del dominio de lo políticamente posible.**

En este contexto la estrategia fiscal parece ir por dos caminos. El primero, **frenando la reducción de la presión tributaria que aplicó el macrismo.** Acá se inscribe la modificación en el esquema de retenciones a las exportaciones (que vuelve a las alícuotas efectivas que impuso el gobierno anterior en 2018 y que la devaluación había licuado, al contener una fracción fija en pesos), la vuelta atrás de la reducción en bienes personales, en las contribuciones patronales y en la alícuota de ganancias para empresas para los próximos años.

Por otro lado, el segundo plano es la **redistribución del gasto público al reasignar partidas en la búsqueda de favorecer más a quienes enfrentan un mayor grado de vulnerabilidad.** El aumento de emergencia a los jubilados que cobran el haber mínimo iría en este sentido, para incrementar la progresividad del principal componente del gasto primario.

Una mención aparte merece el impuesto del 30% al turismo y atesoramiento, que obviamente persigue un objetivo fiscal al aportar una masa extraordinaria de recaudación, pero por otro lado tiene consecuencias que exceden este plano y apuntan a administrar las tensiones del mercado cambiario (ver más adelante).

**Este paquete de medidas implica, según nuestras estimaciones, una mejora en los recursos tributarios del 1,5% del PIB** (retenciones, impuesto del 30% a turismo y atesoramiento y, en menor medida, bienes personales) **y de 0,2% en contribuciones a la seguridad social** (freno del programa de incremento gradual del mínimo no imponible en las contribuciones patronales).

Frente a esta mejora del resultado primario de 1,7% del PIB por el lado de los recursos, **esperamos un incremento del gasto primario de sólo 0,5% del PIB**, en parte producto del congelamiento tarifario por 180 días y en parte por mejoras adicionales sobre los jubilados de haberes más

bajos. Respecto a este último punto, la estrategia del gobierno parece orientarse a modificar la movilidad jubilatoria para “achatar la pirámide” mediante una fórmula que otorgue mayores incrementos relativos a quienes se encuentren en la base de la pirámide previsional. Por lo tanto, lo que posiblemente ocurra en materia jubilatoria pasa más por una redistribución entre los adultos mayores, antes que por un incremento en las partidas presupuestarias.

**Así, el resultado global del paquete fiscal representaría una mejora del resultado primario de 1,2% del PIB respecto del escenario base de 2020** (previo a las medidas); y también una mejora, aunque más modesta (de 0,4% del PIB) respecto de 2019.

## El programa fiscal 2020: potenciar la redistribución mejorando el resultado primario

Concepto	En miles de millones de \$			Variación real anual		
	2019	2020		2019	2020	
		Base	Con programa fiscal		Base	Con programa fiscal
<b>Ingresos corrientes</b>	<b>3.792</b>	<b>5.518</b>	<b>6.050</b>	<b>-5%</b>	<b>-2%</b>	<b>8%</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>4.522</b>	<b>6.722</b>	<b>6.879</b>	<b>-6%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>
Consumo y operación	721	1.011	1.011	-13%	-5%	-5%
Rentas de la propiedad	717	1.064	1.064	20%	0%	0%
Prestaciones de la seguridad social	1.851	2.813	2.876	-7%	3%	5%
Otros gastos corrientes	105	155	155	-24%	-3%	-3%
Transferencias corrientes	1.128	1.679	1.773	-10%	1%	6%
<b>Ingresos de capital</b>	<b>121</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>547%</b>	<b>-85%</b>	<b>-85%</b>
<b>Gastos de capital</b>	<b>255</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>-21%</b>	<b>-7%</b>	<b>-7%</b>
<b>Resultado Primario</b>	<b>-148</b>	<b>-464</b>	<b>-88</b>			
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-864</b>	<b>-1.527</b>	<b>-1.152</b>			
<b>Gasto Primario</b>	<b>4.061</b>	<b>6.009</b>	<b>6.166</b>	<b>-10%</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>
<b>Gasto Total</b>	<b>4.777</b>	<b>7.073</b>	<b>7.229</b>	<b>-7%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>
<b>Ingresos Totales</b>	<b>3.913</b>	<b>5.546</b>	<b>6.077</b>	<b>-2%</b>	<b>-4%</b>	<b>5%</b>
<b>Resultado Primario (en % del PIB)</b>				<b>-0,7%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-0,3%</b>
<b>META FMI: Resultado Primario (en % del PIB)</b>				<b>0,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
<b>Resultado Financiero (en % del PIB)</b>				<b>-4,0%</b>	<b>-4,9%</b>	<b>-3,7%</b>

(\*) Escenario base, sin el impacto de los anuncios del nuevo gobierno

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

**Las autoridades económicas parecen dispuestas a poner sobre la mesa una parte de su capital político en la búsqueda de una corrección fiscal para el año que viene.** El objetivo mínimo es que la política fiscal deje de tirar nafta al fuego de la recesión, el de máxima que empuje una recuperación mejorando la calidad de vida de los sectores más golpeados, pero sin que esto implique un alejamiento de la meta de equilibrio fiscal.

Una apuesta tan fuerte como necesaria. En los próximos meses veremos qué resultados arroja.

## Una ley más fiscal que productiva

**A pesar de su nombre, el sesgo fiscalista del paquete recientemente aprobado por el Congreso es innegable.** Con algunas excepciones, las definiciones sobre la política productiva del gobierno han sido, por el momento, escasas. En todo caso, lo que parece evidente es que el frente fiscal es el primer pilar que el gobierno buscará apuntalar con el objetivo de estabilizar la economía y retomar una senda de crecimiento.

Esto no quiere decir que buena parte de las medidas sean neutrales desde el punto de vista de la evolución del nivel de actividad económica. Es el caso del bono de diciembre-enero de 5.000 pesos mensuales para jubilados que cobran la mínima (que implica 45% del haber) y del bono por única vez de 2.000 pesos para los beneficiarios de la AUH (100% de la asignación). Así, el Poder Ejecutivo Nacional erogará 30 mil millones de pesos en diciembre y 22 mil millones de pesos en enero, es decir un 0,2% del PIB, que **terminarán en sectores con una elevada propensión a consumir. Esto imprime cierto piso al efecto multiplicador de esta iniciativa.**

Por otro lado, **el gobierno está analizando la posibilidad de otorgar aumentos remunerativos a cuenta de la próxima paritaria para los trabajadores privados registrados.** Los aumentos serán de mayor magnitud para aquellos sectores que perdieron más poder adquisitivo en los últimos años. Esto hará que todos los sectores se equiparen y comiencen de pisos parecidos en la próxima negociación salarial. La lógica será marcar un piso a la negociación salarial futura.

**A los efectos de estas medidas se suma el congelamiento de tarifas de servicios públicos por 180 días.** Esta iniciativa no solo tiene como objetivo la mejora del poder adquisitivo de la población, sino también una reducción de costos de producción de las empresas. Recordemos que con la redefinición del esquema tarifario y las fuertes restricciones al financiamiento que sufrieron en los últimos años, **las PyMEs vieron afectadas de modo significativo su matriz de costos.**

Pero no es esta la única medida tendiente a intentar contener a estas empresas. Por un lado, se implementará un **plan de regularización de obligaciones tributarias, de la seguridad social y aduaneras para las MiPyMEs**, a partir del cual se suspenderán las acciones penales tributarias y aduaneras, así como también se les dará de baja las multas y sanciones.

Adicionalmente, si bien el PEN queda facultado para disponer en forma obligatoria que los empleadores del sector privado otorguen incrementos salariales mínimos, también podrá eximir temporalmente del pago de aportes y contribuciones al SIPA sobre dichos incrementos y efectuar reducciones de aportes patronales y/o contribuciones personales a jurisdicciones y actividades específicas o en situaciones críticas.

Finalmente, el Banco Central promovió la creación de una nueva **herramienta** de financiamiento en pesos para PyMEs exportadoras, lo que puede ser la punta de lanza de una renovada Línea de Crédito para la Inversión Productiva, llevaba a la práctica por la ex presidenta del BCRA Mercedes Marcó del Pont. Esta nueva orientación en la autoridad monetaria, junto con la baja del límite inferior de las LELIQ (desde 63 hasta 55%<sup>1</sup>) anticipa una **posible descompresión de las restricciones de financiamiento que afectan a la economía en su conjunto.**

## La economía comienza desde una meseta

**Ahora bien, ¿cuál es el punto a partir del cual la economía buscará un nuevo sendero de recuperación?** Según el PIB recientemente publicado por el INDEC, en el tercer trimestre del año la actividad económica se contrajo un -1,7% respecto de igual período del año pasado, mientras

---

<sup>1</sup> Como mostramos [aquí](#), esta baja en la tasa de interés es posible solo gracias a la efectividad que las fuertes restricciones cambiarias tienen en el corto plazo.

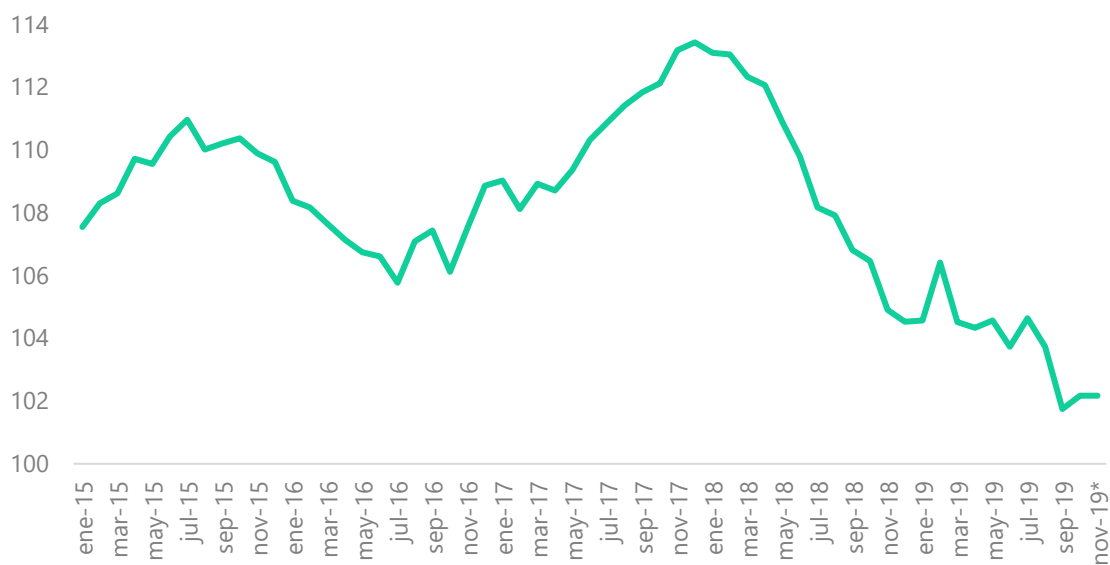


que en términos desestacionalizados tuvo un incremento de 0,9% trimestral.

Por otro lado, según nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA) en noviembre la economía se contrajo -2,4% en términos anuales, pero sin cambios en la medición mensual desestacionalizada. Esto marcó a priori un piso en la actividad, el cual se había perforado en el mes de septiembre. **Con las medidas anunciadas, puede que sea posible una mejora en términos desestacionalizados para el primer trimestre del año, aunque ésta podría no ser muy significativa.**

### La economía está frenada en el piso del tercer trimestre

Indicador Mensual de Actividad (IMA), base 2014 = 100



Fuente: elaboración propia en base a ITE

Según nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC), **el consumo volvió a retroceder en noviembre después de haberse recuperado en octubre**, exhibiendo una caída anual de -5,9% y un retroceso mensual de -1,3% sin estacionalidad.

Por otro lado, **el Indicador Mensual de Inversión (IMI) arrojó en octubre una caída anual de -10,3% y un aumento mensual sin estacionalidad de 1,5%**. Respecto de esta variable -indicador líder que anticipa los ciclos-, un punto a destacar es que a partir del mes que viene estimamos que van a comenzar a observarse variaciones anuales negativas, aunque de un solo dígito y cada vez más cercanas al cero, ya que el derrumbe de la inversión había llegado a un piso en el mes de

noviembre de 2018. El caso del consumo es diferente, ya que la caída continuó a lo largo del todo el 2019.

## ¿Qué ocurre con el frente externo?

Recientemente se publicaron los resultados del Balance de Pagos del tercer trimestre del año. Tal como venimos advirtiendo desde [mediados de año](#), **la mejora en la cuenta corriente es exclusiva responsabilidad del retroceso en las importaciones, motivado por la recesión que atraviesa la economía doméstica.**

En el tercer trimestre de 2019, el saldo comercial fue de 4.471 millones de dólares, con una recuperación de 5.217 millones de dólares respecto de igual período del año pasado. La cuenta de servicios también presenta una mejora respecto del año pasado (de 580 millones de dólares) pero continúa en rojo, con un déficit de -1.468 millones de dólares. Por su parte, la cuenta de ingreso primario se mantiene en terreno negativo (-4.281 millones de dólares en el tercer trimestre del año), pero en este caso se incrementó respecto de 2018 (en 616 millones de dólares), en gran medida como consecuencia del pago de intereses de la deuda.

Uno de los elementos importantes del paquete aprobado por el gobierno en el Congreso es el **impuesto del 30% tanto a la formación de activos externos como a los consumos de bienes y servicios finales realizados con tarjeta**<sup>2</sup> -fundamentalmente pasajes, gastos de turismo en el exterior, e-commerce y servicios como Netflix o Spotify-. Según el balance cambiario actualizado a noviembre, en los últimos doce meses la salida de divisas por estos rubros -que tienen una elasticidad elevada respecto del tipo de cambio- se ubicó en torno a los USD 7.600 millones de dólares.

Un párrafo aparte merece la mención del déficit externo de la cuenta rentas de la inversión, el cual podría eventualmente moderarse en el caso de que la renegociación de la deuda pública incluya un aplazamiento o reducción de los pagos de intereses a los no residentes (ver próxima sección).

De este modo, si las primeras medidas tomadas por el gobierno logran generar una redistribución desde los sectores de ingresos altos -con

---

<sup>2</sup> Ver sección *¿Hacia dónde van los controles de cambio?*

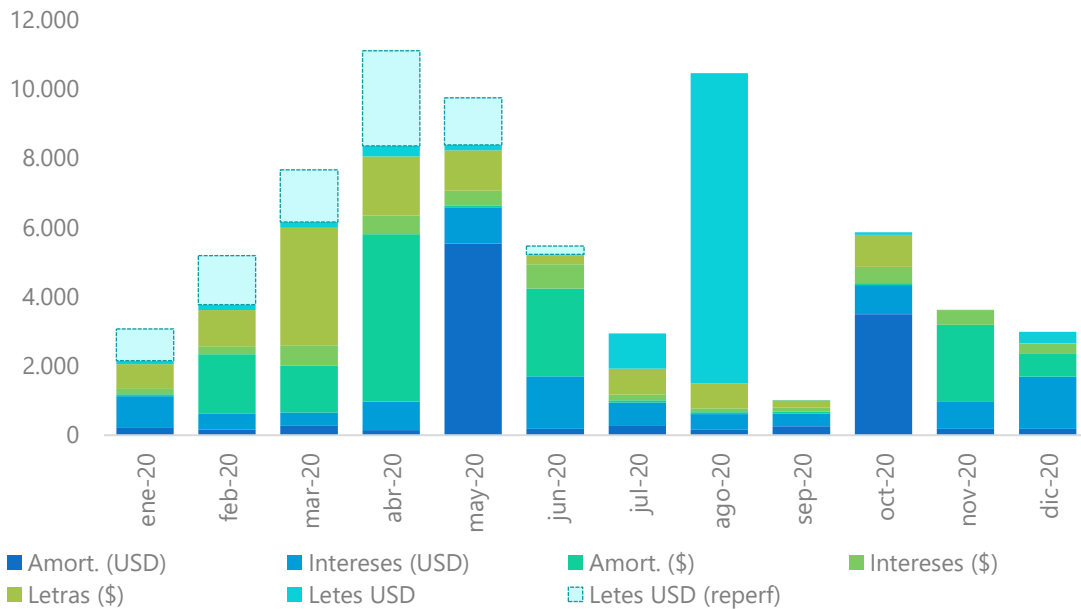
mayor propensión al ahorro y consumos en dólares- hacia los sectores de ingresos bajos, las mismas podrían, al menos en el corto plazo, **motivar una expansión del consumo privado sin un deterioro significativo en el frente externo.**

## A la espera de la renegociación de deuda

Luego de la sanción de la Ley de Responsabilidad Social, el próximo problema a resolver es la renegociación del pago de la deuda pública. Como se puede apreciar en el gráfico a continuación, **la mayor parte de los vencimientos están concentrados en los primeros meses del año.**

### Un respiro para los vencimientos de deuda

Vencimientos totales de deuda 2020, por tipo y moneda, en millones de dólares



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

Por este motivo es que ya se tomó una primera decisión, que es la de **reperfilear las Letra del Tesoro en dólares.** De este modo, aproximadamente USD 8.100 millones que vencían en los primeros seis meses del año fueron trasladados en su totalidad a agosto, descomprimiendo parte de los abultados vencimientos y dándole un poco más de tiempo al gobierno<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> De este monto, estimamos que un 40% son vencimientos intra-sector público.

Al analizar el panorama global, se observa que la deuda total a pagar en 2020 asciende a USD 60.900 millones, aunque si se descuentan los compromisos con agencias del propio sector público restarían unos USD 36.600 millones, principalmente en manos del sector privado (solamente USD 4.200 millones son con Organismos Internacionales). De ese total, la parte más crítica es la deuda en moneda extranjera (USD 12.300 millones en bonos y USD 8.300 millones en letras), mientras que los USD 16.000 millones restantes se encuentran denominados en pesos.

Hay un consenso entre los analistas de que el *statu quo* en términos de vencimientos de deuda no es sostenible más allá de 2020 si Argentina continúa excluida de los mercados de deuda. Esto se debe a que **las reservas netas ascienden a USD 15.478 millones<sup>4</sup>, lo cual indica que el pago de los vencimientos en moneda extranjera no se encuentra totalmente garantizado.**

La semana pasada, y por primera vez en varios meses, el Tesoro volvió a emitir deuda en pesos por el equivalente a unos \$19.000 millones, lo cual es una buena noticia. Sin embargo, el riesgo de *roll over* de la deuda en moneda doméstica sigue siendo elevado. Esto indica que **es muy probable que parte de los vencimientos en pesos deban ser eventualmente cubiertos con emisión monetaria.** Si bien la Carta Orgánica del BCRA admite el financiamiento de cerca de tres cuartas partes de la brecha financiera en pesos<sup>5</sup>, como afirmamos [aquí](#) -y tal como admitió el flamante Ministro de Economía-, la emisión monetaria excesiva puede ser problemática, aun en un contexto como el actual, de fuertes controles de cambio.

## ¿Hacia dónde van los controles de cambio?

**En nuestro último [informe mensual](#), comentábamos que el cepo cambiario se encuentra en su luna de miel:** el tipo de cambio oficial no acumula una apreciación real significativa y la brecha cambiaria se ubica en niveles manejables. Por otro lado, en un escenario recesivo, la cuenta

---

<sup>4</sup> Las reservas netas se obtienen de restar a las reservas brutas los depósitos en dólares de las entidades financieras en el BCRA y otros pasivos en moneda extranjera, incluyendo el *swap* con China.

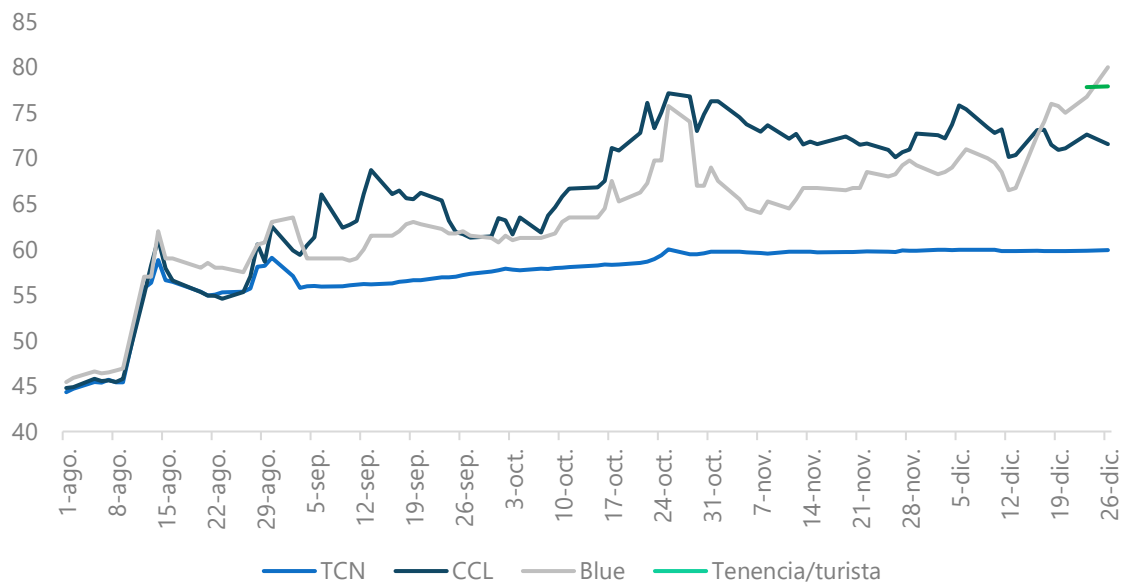
<sup>5</sup> Ver nuestro Informe de Coyuntura de [Octubre 2019](#).

corriente del mercado de cambios se tornó superavitaria, acumulando un resultado positivo de USD 13.163 millones en los primeros once meses del año (vs déficit de USD 4.682 millones en igual período de 2018), que está impulsando las compras netas del BCRA a razón de USD 60 millones de dólares diarios en lo que va de diciembre. Es justamente por este motivo que las reservas internacionales han crecido en las últimas semanas, alcanzando al 18 de diciembre un total de USD 44.320 millones de dólares.

Es en este contexto que, como parte del proyecto de Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva, **el gobierno aprobó el impuesto a las compras de moneda extranjera del 30%**, que afectará tanto al consumo de bienes y servicios finales realizados con tarjeta como a la compra de divisas para tenencia.

### La brecha cambiaria vuelve al centro de la escena

En \$/USD



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y sociedades de bolsa

Una pregunta clave es cómo va a convivir este impuesto con el arreglo cambiario del BCRA, que en la actualidad solo admite compras brutas mensuales de USD 200 por persona física. En principio, **parecería contradictorio el sostenimiento de un cepo tan duro con un impuesto como el de la Ley**: el propósito de contener la demanda puede darse por cumplido con la normativa del BCRA, mientras que el cobro del 30% no hace más que ponerle un piso más elevado a la brecha cambiaria. Como comentamos [aquí](#), una brecha demasiado elevada podría significar, en

determinadas circunstancias, una futura devaluación del tipo de cambio oficial.

De este modo, y más allá del objetivo recaudatorio, **el régimen cambiario parece estar tratando de mutar hacia algo parecido a un desdoblamiento**, lo cual podría abrir las puertas a una futura flexibilización del máximo de USD 200 mensuales para la formación de activos externos.

Más allá de la configuración del marco regulatorio para el mercado de cambios, **hay dos condiciones para que las tensiones cambiarias no se vuelvan a materializar en la primera mitad del mandato de Alberto Fernández**. En primer término, y tal como advertimos más arriba, debe darse una **negociación rápida y efectiva con acreedores**, en vista de las restricciones de liquidez con que cuenta la economía argentina.

Esta negociación posiblemente deba incluir, sino una reformulación del paquete de rescate, al menos el visto bueno del FMI. Si la reestructuración no llega a buen puerto, entonces el escenario más probable es uno en el cual el gobierno repudie los vencimientos de títulos ley nacional y busque ganar algo de tiempo intentando pagar con reservas los servicios de deuda ley extranjera<sup>6</sup>.

En segundo lugar, el equipo económico deberá avanzar en las medidas necesarias para **detener la inercia inflacionaria heredada por el macrismo**: si la inflación sigue elevada, el atraso cambiario podría volver a poner en tela de juicio la sostenibilidad de las cuentas externas. El primer paso fue dado en el proyecto de Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva, con la propuesta de suspender la movilidad jubilatoria a cambio de los aumentos por decreto. Por otro lado, habrá que esperar cuán efectivo será el nuevo esquema de precios de referencia a ser implementado por el gobierno, en el marco del acuerdo económico y social.

**Si no se cumplen estas condiciones, y a pesar de los controles de cambio, el mercado financiero podría volver a entrar en tensión y asestar otro golpe a la economía real y al empleo.**

---

<sup>6</sup> En este sentido, el reciente paquete aprobado en el Congreso incluye la posibilidad de colocar una Letra Intransferible por un monto de hasta USD 4.571 millones para el pago de deuda.