

CIPPEC



políticas públicas
public policies

Área de Desarrollo
Económico
Política Fiscal

INFORME DE MONITOREO Y EVALUACIÓN
OCTUBRE DE 2019

Presupuesto 2020: ajuste, endeudamiento y futuro incierto

RICARDO CARCIOFI | PABLO CARRERAS MAYER
MARTIN RAPETTI

Resumen Ejecutivo

A fines de 2015, la economía argentina presentaba una serie de desbalances de compleja administración para el gobierno entrante. En el plano fiscal, este optó por una corrección gradual. La estrategia se apoyó en una doble premisa: reducir la carga tributaria para incentivar la inversión del sector privado, y ajustar de forma pausada el gasto primario para equilibrar las cuentas públicas. El déficit resultante habría de financiarse principalmente mediante la emisión de deuda en los mercados internacionales y en mucho menor medida con adelantos decrecientes del BCRA y con los ingresos fiscales extraordinarios que produjo el régimen de sinceramiento fiscal (Ley N°27.260).

La orientación de la política fiscal sufrió un cambio significativo durante 2018, cuando la economía comenzó a experimentar un freno abrupto en el ingreso de capitales privados externos. El gobierno debió abandonar el enfoque gradualista y comenzar a cerrar el déficit primario de forma veloz, incrementando los ingresos fiscales (por ejemplo, aumentando derechos de exportación) y acelerando el recorte del gasto primario, en el marco de un programa con el FMI.

La trayectoria de la política fiscal tuvo su implicancia sobre la evolución de la deuda pública. Entre diciembre de 2015 y septiembre de 2019, esta ascendió de forma sostenida: medida según el tipo de cambio real promedio histórico pasó de 53% a 75% del PIB. Esta fuerte suba del peso de la deuda es la que ha generado preocupación en los mercados de crédito y disparado el riesgo país a niveles record.

El Proyecto de Presupuesto Nacional 2020 (PPN 2020) plantea una política fiscal que en buena medida continúa el sendero transitado durante 2018 y 2019. El proyecto prevé que el 2019 cerraría con un déficit primario de 0,5 % para concluir 2020 con un superávit de 1 % del PIB. El objetivo no es nuevo: esta es la meta que el gobierno ya había señalado en el presupuesto de 2019 y que está plasmada en las sucesivas revisiones del programa con el FMI. La estrategia fiscal se apoyaría principalmente en la reducción del gasto. Esto contrasta con las medidas tomadas durante 2019 que, además de recortes de gastos, apelaron a aumentos de ingreso para el fisco nacional. Si bien el PPN 2020 ofrece algunos indicios sobre cómo podría continuar el ordenamiento de las cuentas públicas, hay importantes omisiones. El proyecto carece de un programa macroeconómico que le sirva de marco, el acuerdo con el FMI se encuentra interrumpido y las medidas dispuestas por el gobierno luego de las PASO del 11 de agosto tienen implicancias fiscales que no son abordadas de forma explícita en el PPN 2020.

A fines de agosto el gobierno nacional anunció una modificación unilateral en el cronograma de pagos previsto para las letras del Tesoro ante la imposibilidad de refinanciar los vencimientos de capital de estos instrumentos. Si bien esta medida disminuye las necesidades financieras para 2019, incrementa los vencimientos previstos para 2020. Por lo tanto, junto con la modificación unilateral de las letras, el Ministerio de Hacienda anunció la intención del gobierno nacional de avanzar en un reperfilamiento voluntario de los bonos de corto y mediano plazo. Para poder encarar esta negociación con los acreedores, el Poder Ejecutivo envió al Congreso un proyecto de ley para incorporar a los bonos bajo ley argentina las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC).

Los desafíos fiscales y financieros de cara a 2020 difícilmente puedan enfrentarse sin un abordaje integral que permita la recuperación rápida de la economía para retomar luego un sendero de crecimiento. Volver a crecer es condición necesaria para cualquier programa que aspire a la sostenibilidad fiscal y financiera. Será prioritario entonces que el próximo gobierno de forma a un programa macroeconómico en el que se articulen las políticas fiscal, monetaria, cambiaria, financiera y de ingresos — un acuerdo de precios y salarios —, que cuente con el aval del FMI y que ofrezca una base sólida para el reperfilamiento de la deuda pública con los acreedores privados.

Introducción

El Poder Ejecutivo envió a mediados de septiembre el Proyecto de Presupuesto Nacional 2020 (PPN 2020) al Congreso para su tratamiento legislativo. Unos días después envió un proyecto de ley para avanzar en el reperfilamiento de la deuda pública de mediano y largo plazo¹. En conjunto estos proyectos delimitan algunos elementos centrales de la política fiscal y financiera para 2020 y los años venideros, aunque restan importantes definiciones que no son abordadas en dichos documentos.

La indefinición está asociada a la evolución de la coyuntura económica reciente. El contexto económico presenta un cuadro agravado con respecto a unos meses atrás. Previo a las elecciones primarias (PASO) celebradas en agosto de 2019, la economía atravesaba una fase contractiva -que parecía estar encontrando su piso- combinada con una alta inflación producto del salto cambiario de septiembre de 2018. Si bien el acceso a los mercados internacionales no se había restaurado, el riesgo país² se ubicaba en el rango de los 800-1.000 puntos básicos y, aunque no estaba exento de dificultades, se esperaba que el programa financiero de 2019, apoyado por los recursos del FMI, se completara sin sobresaltos mayores. Además, a fuerza de tasas de interés que se ubicaban en niveles muy elevados -por encima del 65% anual- el gobierno había logrado estabilizar el tipo de cambio.

Ocurridas las PASO, la economía ingresó a un nuevo episodio de turbulencia financiera. El riesgo país pasó a ubicarse en niveles superiores a los 2.000 puntos y el tipo de cambio aumentó nuevamente. Como consecuencia, se espera una nueva caída del nivel de actividad y ya se observan signos de una nueva aceleración de la inflación. En este marco el gobierno decidió establecer controles de cambios y diferir (unilateralmente) pagos de deuda para salvaguardar la estabilidad cambiaria y financiera de cara a los próximos meses. Asimismo, otra pieza central del esquema de política económica oficial - el acuerdo con el FMI- se ha interrumpido. Este panorama económico complejo se desenvuelve a pocos días de la elección presidencial que definirá la administración que se hará cargo del gobierno a partir del 10 de diciembre.

En este contexto incierto y cambiante, resulta difícil analizar de forma aislada el PPN 2020. Son muchos los interrogantes que levanta el proyecto y el mismo adolece de una debilidad intrínseca: está desprovisto del necesario marco de un programa económico integral. Analizar el PPN 2020 considerando la historia fiscal reciente y las perspectivas futuras enmarcadas dentro de la propuesta oficial de reperfilamiento de la deuda pública permite entrever los desafíos que enfrentará el próximo gobierno para definir la estrategia fiscal y de financiamiento público.

¹ Como se explica en detalle más adelante, el reperfilamiento es un caso especial dentro de una familia amplia (y muy variada) de operaciones de restructuración de deuda pública. Esencialmente consiste en alargar los plazos de vencimiento del capital, manteniendo inalteradas el resto de las condiciones financieras de títulos públicos.

² El riesgo país mide la diferencia en el rendimiento de un bono denominado en USD de Argentina con respecto a un bono del tesoro de EE. UU. En este sentido, mide el costo financiero que el mercado le asigna a un soberano para compensar el riesgo de impago o default.

1. De dónde venimos: la trayectoria fiscal 2015-19

1.1 Del gradualismo al shock: la evolución de la política fiscal

A fines de 2015, la economía argentina presentaba una serie de desbalances de compleja administración para el gobierno entrante. Sin agotar la lista de desequilibrios, podemos mencionar al atraso cambiario y tarifario, la inflación elevada y reprimida, los controles sobre la demanda de dólares e importaciones y un muy elevado déficit fiscal (Rapetti, 2017). Con respecto a los controles de capitales y comerciales, el gobierno adoptó una estrategia de shock: en los primeros meses de 2016 se eliminaron las restricciones cambiarias, comerciales y financieras, y se tendió a normalizar la operatoria de importaciones desmantelando el sistema de autorizaciones y licencias de las compras externas (DJAI). Aunque no con carácter de shock, la estrategia monetaria también buscó una rápida desinflación pese a la necesidad de corregir al alza varios precios atrasados como tarifas y tipo de cambio. De manera tentativa al inicio y luego de manera decidida, el gobierno adoptó el esquema de metas de inflación para administrar su política monetaria.

En el plano fiscal, en cambio, se optó por un planteo gradual. Esta estrategia se apoyó en una doble premisa: la reducción de la carga tributaria con el objetivo de incentivar la inversión del sector privado y un ajuste pausado del gasto primario con miras a equilibrar las cuentas públicas (Carciofi & Carreras Mayer, 2018). El déficit resultante de este sendero habría de financiarse principalmente mediante la emisión de deuda en los mercados internacionales y en mucho menor medida con adelantos decrecientes del BCRA y con los ingresos fiscales extraordinarios que produjo el régimen de sinceramiento fiscal (Ley N° 27.260).

El **Gráfico 1** muestra la trayectoria de los ingresos totales y el gasto primario del Sector Público Nacional (SPN). También se incluye la evolución de los ingresos “ajustados” que descuenta los recursos aportados por el sinceramiento o blanqueo fiscal decidido a mediados de 2016. A su vez, el **Gráfico 2** exhibe la evolución del resultado primario y los pagos por intereses (netos de intereses pagados por la deuda en manos de agencias del sector público) que en conjunto determinan el resultado financiero.

De los gráficos se desprende que en el primer bienio de la gestión (2016-2017) hubo una muy leve reducción del déficit primario³ que convivió con una sustantiva reducción de los gastos y de los ingresos fiscales. La contracción de los ingresos es notoriamente mayor cuando se observa la serie de “ingresos ajustados”, que excluye los ingresos transitorios obtenidos gracias al “blanqueo fiscal” instrumentado en 2016.

La reducción de los ingresos fiscales del SPN se explica por dos motivos. Por un lado, hubo una rebaja de impuestos vinculado a la disminución de retenciones a las exportaciones (fundamentalmente al sector agropecuario, pero también a sectores como la minería) y a la modificación del impuesto a las ganancias para trabajadores en relación de dependencia. Por otra parte, se dispuso un esquema de devolución gradual a las provincias del 15% de la masa coparticipable destinada al ANSES. Si bien esta cesión de recursos no implica una caída de ingresos a nivel del sector público consolidado, sí afecta la recaudación del SPN.

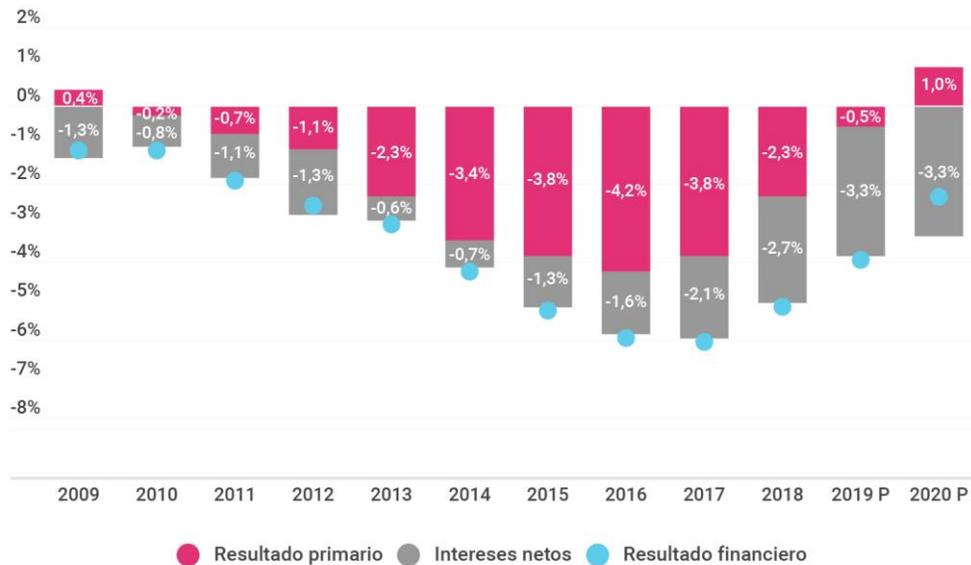
³ Cabe señalar incluso que en 2016 hubo una expansión fiscal. El FMI en su IV revisión del acuerdo stand-by muestra que el déficit estructural (medido sobre el PIB potencial) aumentó en 2016 respecto de 2015.

Gráfico 1. Ingreso total y gasto primario del Sector Público Nacional (SPN), como porcentaje del PIB (2009-2020)



Fuente: elaboración propia en base al PPN20 y Ministerio de Hacienda.
 Nota: Los años 2019 y 2020 se corresponden con las proyecciones del PPN 2020.

Gráfico 2. Resultado primario y financiero e intereses netos del Sector Público Nacional, como porcentaje del PIB (2009-2020)



Fuente: elaboración propia en base al PPN20 y Ministerio de Hacienda.
 Nota: Los años 2019 y 2020 se corresponden con las proyecciones del PPN 2020.

En continuidad con este esquema “gradualista”, a fines de 2017 el gobierno aprobó una reforma tributaria. A nivel nacional, la reforma implicaba una reducción de ingresos del orden de 1,5% del PIB hacia 2022, principalmente explicado por los cambios introducidos en el impuesto a las ganancias y la reducción de las contribuciones patronales⁴ (Ministerio de Hacienda, 2018).

Del lado del gasto, en el primer bienio del actual gobierno, las erogaciones primarias del SPN se contrajeron en 1,4% del PIB. Esta reducción se explica por la baja de subsidios asociada a la corrección de tarifas (mayormente en energía) (disminuyen en 0,7% del PIB), el ahorro en gastos de funcionamiento (disminuyen en 0,4% del PIB) y menores gastos de capital (0,7% del PIB). No obstante, esta disminución se vio contrarrestada por la expansión de las prestaciones a la seguridad social en 0,6% del PIB por efecto del programa de reparación histórica (Ley N° 27.260) y otros factores de segundo orden.

Esta evolución de ingresos y gastos derivó al final de 2017 en un déficit primario similar al que heredó el gobierno a fines de 2015. Una diferencia significativa con respecto al punto de partida fue el aumento de los servicios de interés de la deuda pública que pasaron de representar 1,3% del PIB en 2015 a 2,1% en 2017⁵. Como resultado, el déficit financiero se incrementó.

La orientación de la política fiscal sufrió un cambio significativo durante 2018, cuando la economía comenzó a experimentar un freno abrupto en el ingreso de capitales privados externos. Esta interrupción súbita en el financiamiento externo privado condujo al gobierno a solicitar un paquete de financiamiento concesional del FMI (Rapetti, 2018). Si bien el acuerdo inicial tuvo que ser renegociado luego del salto cambiario de julio y agosto de 2018, el cambio en el contexto macroeconómico y la aparición del Fondo propiciaron una modificación abrupta en la estrategia de política fiscal que se materializó en el Presupuesto para 2019 (Carciofi & Carreras Mayer, 2018). El gobierno debió abandonar el enfoque gradualista y comenzar a cerrar el déficit primario de forma veloz, haciendo uso de medidas de ingresos y acelerando el recorte del gasto primario (Gráfico 1 y Gráfico 2).

A partir del acuerdo con el FMI, en la segunda mitad de 2018 y en mayor medida en 2019 las medidas de aumento de ingresos tomaron un rol protagónico: se aumentaron los derechos de exportación y se extendieron al conjunto de la canasta exportadora, se incrementó la tasa de estadística de las importaciones y se sumaron recursos de capital con aportes (liquidación) de los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES. A pesar de estas medidas, a raíz de la contracción de la actividad económica, la devolución de recursos a las provincias y los efectos inerciales de la reforma tributaria, para 2019 se proyectan menores ingresos totales que para el año 2017.

Por el lado del gasto, el bienio 2018-2019 muestra una contracción acelerada del gasto primario, y se proyecta una reducción de 4,1% del PIB con respecto a 2017. No solo se aceleró el ajuste del gasto, sino que este afectó casi a la totalidad de las partidas: se

⁴ La disminución de la presión tributaria en ganancias es producto de la reducción de alícuotas para sociedades y el esquema de pago a cuenta del impuesto a los débitos y créditos bancarios. La reducción de las contribuciones patronales resulta de la introducción progresiva de un mínimo no imponible. La reforma también incluyó la imposición a la renta financiera, un capítulo nuevo en la historia de este impuesto en la Argentina.

⁵ El incremento del pago de intereses de deuda se debió al resultado de la política de colocación de deuda y al arreglo con los *holdouts*.

redujeron las prestaciones sociales (-1,3% del PIB en relación con 2017), los subsidios (-0,4%), los gastos de funcionamiento (-0,8%), los gastos de capital (-0,7%) y otros gastos corrientes –incluyendo las transferencias corrientes a provincias (-0,8%)-. En parte, esta rápida caída del gasto respondió a la aceleración inflacionaria que transita la economía argentina luego del salto cambiario que se produjo en 2018, dado que buena parte del gasto primario está formalmente indexado a la inflación pasada (e.g. el caso de las prestaciones previsionales)⁶.

Si se observa en conjunto el período 2016-2019, la caída del gasto primario ha sido significativa: casi 5,5 puntos del PIB. Una parte importante de este ajuste, sin embargo, luce difícil de sostener en el tiempo. Por un lado, la forma en que se ajusta a la inflación el gasto hoy indexado (alrededor del 54% del gasto primario) es una restricción severa⁷. A esto se suma el hecho de que la principal medida de ingreso implementada (el aumento de retenciones) se aplicó como una suma fija en pesos por dólar exportado, por lo que su valor real se licúa rápidamente en los niveles actuales de inflación. Por otro, la caída de la inversión pública limita la calidad de la infraestructura y los mecanismos alternativos –tal el caso de los proyectos PPP- no han logrado despegar.

1.2 Evolución de la deuda del SPN

La trayectoria de la política fiscal tuvo su implicancia sobre la evolución de la deuda pública, de la cual se cuestiona hoy su sostenibilidad. Los costos de financiamiento se han disparado y el gobierno se vio forzado a introducir una propuesta de reperfilamiento de los vencimientos.

Un repaso de la evolución de la deuda durante los últimos años puede resultar útil para evaluar los motivos por los cuales hemos llegado a esta situación. El **Gráfico 3** presenta la relación deuda-PIB desde mediados de la década de 1990 hasta la actualidad de tres formas alternativas⁸. La línea celeste muestra esta relación calculando el PIB en dólares tomando el tipo de cambio observado en cada momento del tiempo (o, lo que es equivalente, transformando la deuda medida en dólares usando el tipo de cambio de cada momento). Esta forma de medir la deuda es susceptible a los movimientos del tipo de cambio real. Cuando el peso se deprecia en términos reales, la relación deuda-producto se eleva por el simple hecho de que se encarece la deuda en dólares respecto al PIB. Por el contrario, la apreciación real reduce el peso de la deuda porque eleva el valor en dólares del PIB. Como los movimientos del tipo de cambio real pueden responder – y a menudo lo hacen – a fluctuaciones financieras no fundamentadas en cambios reales, resulta útil evaluar la relación deuda-producto calculando el valor en dólares del PIB a un tipo de cambio real constante, tal como lo hace la serie de color rosa. El tipo de cambio real utilizado para este cálculo ha sido el valor promedio del período 1994-2019, que puede considerarse un valor normal o en torno al de equilibrio.

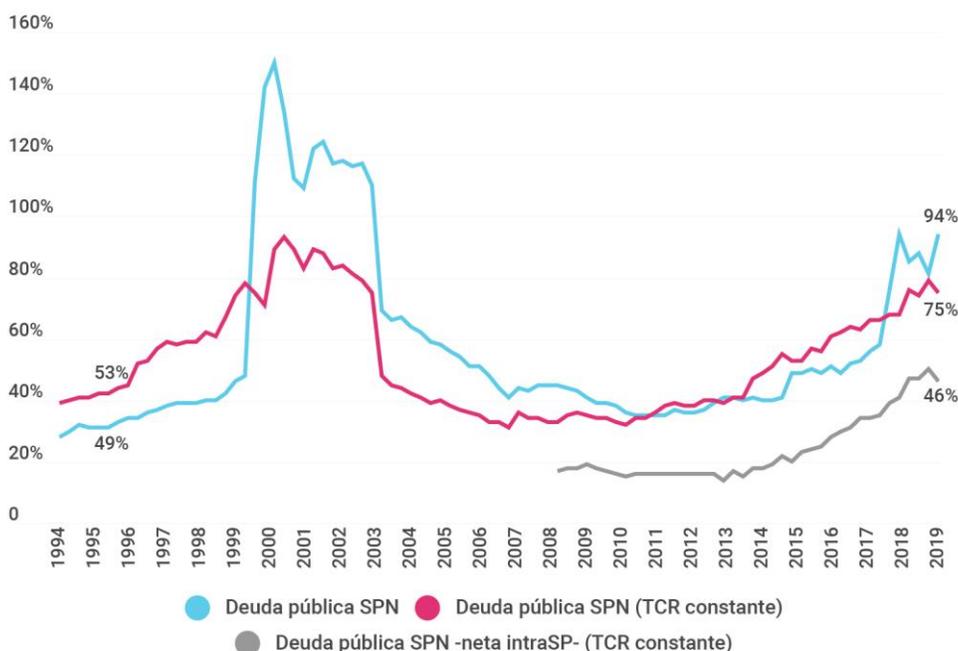
⁶ Ante la presencia de indexación el gasto real disminuye toda vez que durante el período de ajuste se experimente un incremento de la tasa de inflación. En la medida que este aumento no se revierta, el gasto real experimenta una caída permanente.

⁷ Parte de las reducciones antes mencionadas previsiblemente se reviertan cuando la inflación se desacelere, a no ser que se instrumente una desindexación de estas erogaciones. La solución no es sencilla. Una desindexación de los gastos implicaría afectar la fórmula de cálculo de los haberes previsionales, lo cual puede constituir una medida de difícil aceptación en los tribunales.

⁸ Se toma como referencia la deuda del SPN en situación de pago normal o *performing*. Esta serie excluye la deuda que, siendo elegible para ingresar a los Canjes 2005 y 2010, no lo hizo. En otras palabras, no se incluye en el stock la deuda con los *holdouts*.

La serie de color gris representa una medición similar pero excluye del stock de deuda pública a las tenencias de títulos y bonos en manos de organismos estatales⁹. En otras palabras, muestra la deuda pública con el sector privado y los organismos internacionales con relación al PIB medido en dólares a tipo de cambio real constante.

Gráfico 3. Evolución de la deuda en situación de pago normal del SPN, como porcentaje del PIB (IVT-94 a IIIT-19)



Fuente: estimación propia en base a información del Ministerio de Hacienda e INDEC.

Varias observaciones se desprenden del gráfico. La primera es que -aislando los impactos del tipo de cambio (serie rosa)- la deuda se redujo con relación al PIB desde la reestructuración de la deuda a mediados de 2005 y hasta fines de 2011 en forma casi sostenida: pasó de representar el 45% al 34%. Esta trayectoria no es sorprendente dado el rápido crecimiento del PIB y el estado saludable que mantuvieron las cuentas públicas durante este período, con un superávit primario promedio de 1,6% del PIB.

En el período 2012-2015, la trayectoria de la deuda pública medida del mismo modo experimenta un cambio significativo y se eleva con relación al PIB pasando de 34% a 53% a fines de 2015. Tampoco es difícil entender lo ocurrido en este período, en el que el PIB se mantuvo esencialmente estancado y las cuentas públicas viraron a un déficit primario del orden del 2,7% del PIB en promedio. Es interesante destacar, sin embargo, que el incremento de la deuda pública se dio casi exclusivamente con otros agentes estatales, principalmente el Banco Central. El Tesoro recibió asistencia financiera para cubrir el déficit primario por la vía de Adelantos Transitorios del BCRA y colocó títulos de deuda a cambio de reservas internacionales (las Letras Intransferibles) para hacer frente a los vencimientos de deuda (capital e intereses) con los acreedores privados. En otras palabras,

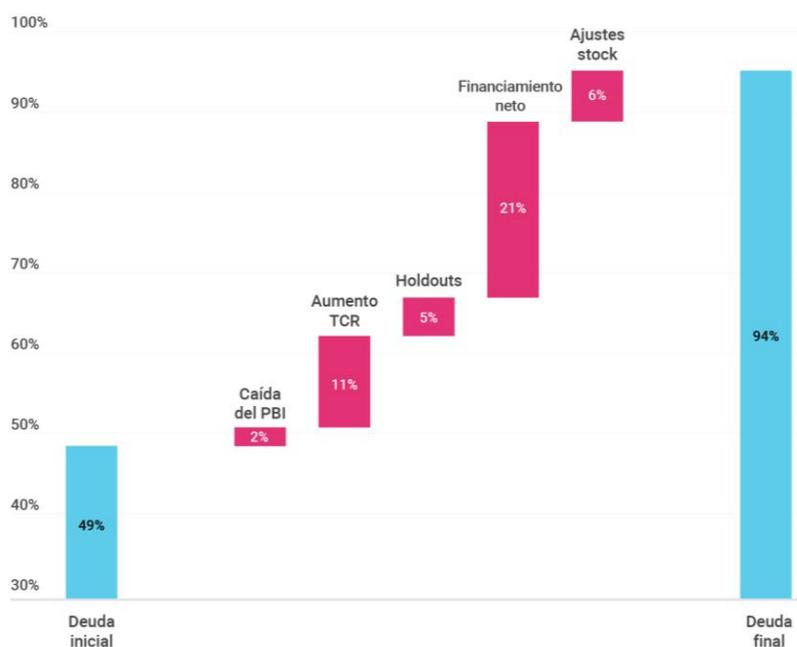
⁹ La deuda en manos de agencias del sector público se corresponde mayormente con operaciones de colocación de deuda del Tesoro a favor del BCRA (Adelantos Transitorios y Letras Intransferibles), del FGS de ANSES (que tiene en su cartera instrumentos de mercado a mediano y largo plazo) y, en menor medida, otras entidades del Sector Público (por ejemplo, financiamiento provisto por el Banco Nación).

lo que ocurrió durante este período es que el Sector Público consolidado atendió el servicio de su deuda liquidando activos –reservas del Banco Central– dado que tenía cerrado el acceso al financiamiento externo. La línea gris del **Gráfico 3** muestra que el stock de deuda con el sector privado y organismo internacionales pasó de 16% del PIB a 20% entre diciembre de 2011 y 2015, respectivamente. Este leve incremento responde básicamente a dos conjuntos de operaciones: la colocación de deuda para hacer frente al pago por la expropiación del 51% del paquete accionario de YPF a Repsol y el arreglo con el Club de París (que implicó reconocer y asentar los intereses punitivos que se habían acumulado).

Desde diciembre de 2015 la deuda pública ascendió de forma sostenida. Medida a tipo de cambio real constante pasó de 53% a 75%. Sin considerar la deuda con otros organismos estatales, pasó de 20% a 46% del PIB. Si la evolución se mide a tipo de cambio observado, el peso de la deuda como proporción del producto se ha casi duplicado en menos de 4 años, pasando del 49% en diciembre de 2015 al 94% en septiembre de 2019. Esta fuerte suba del peso de la deuda es la que ha generado preocupación en los mercados de crédito respecto a la capacidad del Estado argentino de cumplir en tiempo y forma con los servicios que trae aparejada.

El **Gráfico 4** descompone los factores que influyeron en este crecimiento de la deuda. Una pequeña porción de la suba (2% del PIB) se debe a la caída entre 2015 y 2019 del tamaño de la economía argentina. La suba del tipo de cambio real durante este período – y, en consecuencia, la caída del valor en dólares del PIB– explica un incremento en 11 puntos porcentuales del peso del stock inicial de la deuda. Un tercer factor es el arreglo con los *holdouts* –aquellos acreedores que no ingresaron a las reestructuraciones de deuda de los Canjes 2005 y 2010- que implicó una suba adicional de 5% del PIB.

Gráfico 4. Factores de variación de la deuda en situación de pago normal, como porcentaje del PIB (diciembre 2015 a septiembre de 2019)



Fuente: estimación propia en base a información del Ministerio de Hacienda e INDEC.

Conviene hacer aquí una observación. Con la perspectiva que brinda el paso del tiempo, parece razonable argumentar que a fines de 2015 el gobierno entrante heredaba una configuración macroeconómica que tenía por delante la corrección de varios precios relativos, incluyendo al tipo de cambio real. Presumiblemente esta corrección iba a implicar una contracción de la actividad y si a esto se le suma la incorporación de nueva deuda para cerrar el arreglo con los *holdouts*, el punto de partida de la deuda no era de 49% del PIB sino uno necesariamente más alto. Con los datos de hoy, estos tres factores implican unos 18 puntos porcentuales del PIB, lo que equivale a una deuda de 67% del PIB.

Esta observación ofrece una perspectiva alternativa para evaluar la estrategia fiscal-financiera que adoptó el gobierno entre 2015 y 2017: reducción de ingresos-gradualismo en la baja de gastos, combinada con financiamiento externo en dólares. Esta estrategia implicó un aumento de la relación deuda-PIB de 21 puntos porcentuales, lo que equivale a 5,6 puntos por año. A esto hay que sumar 6 puntos porcentuales adicionales por el encarecimiento de esa nueva deuda a raíz de la devaluación real del peso sufrida desde mediados de 2018 hasta la actualidad (**Gráfico 4**).

El stock actual de deuda pública es el punto de partida con el que iniciará su gestión la próxima administración. Es también el stock que se tomará como referencia a la hora de diseñar y negociar la operación de reperfilamiento durante los próximos meses. Este stock puede evaluarse desde distintos ángulos. Ciertamente la deuda pública total a los actuales niveles de actividad económica y de tipo de cambio real equivale a 94% del PIB. Pero es válido también argumentar que el PIB se encuentra hoy por debajo de su potencial por lo que este valor podría estar sobreestimando el peso de la deuda. Del mismo modo, el tipo de cambio real está en la actualidad en un valor probablemente por encima del “equilibrio” y ciertamente por encima del promedio histórico. Por ejemplo, si el ratio de deuda-PIB se calcula al tipo de cambio real promedio de 1994-2019 que empleamos en nuestro análisis, el peso de la deuda se reduce al 75% del PIB. También puede ser útil concentrar la atención sobre la deuda neta de tenencias en mano del sector público. Si se toma este stock, la relación deuda-PIB se reduce a 58% a tipo de cambio real actual y a 46% a tipo de cambio real promedio histórico. La parte de la deuda en manos del sector privado se reduce a 36% y 29% del PIB respectivamente. La **Tabla 1** ofrece estas medidas alternativas del stock actual de deuda pública.

Tabla 1. Descomposición del Stock de Deuda pública del SPN en situación de pago normal, en porcentaje del PIB (septiembre 2019)

Acreeador	En % del PIB	En % del PIB (TCR constante)
Agencias del Sector Público	36%	29%
Deuda Neta de tenencias del Sector Público :	58%	46%
Privados	36%	29%
Multilaterales y bilaterales	22%	18%
Total deuda en situación de pago normal	94%	75%

Fuente: estimación propia en base a información del Ministerio de Hacienda e INDEC.

Un nivel de 46% de la deuda neta de tenencias del sector público (a tipo de cambio real promedio histórico) pareciera un parámetro tolerable en comparación con lo que se observa en otras economías. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que bajo la trayectoria de crecimiento económico reciente de Argentina y ante la precariedad de la situación fiscal, la

capacidad de Argentina de servir este nivel de endeudamiento es desafiante, aún bajo la hipótesis de que pudiera acceder a los mercados financieros en similares condiciones a otros países de la región.

2. ¿Cómo sigue la película? El Presupuesto 2020

2.1 Una nota de cautela

Una lectura del Presupuesto 2020 en septiembre de 2019 debe tomar en cuenta una doble limitación. En el plano del análisis, el documento no es más que una pieza aislada que carece del necesario marco del programa económico del cual debería formar parte. En ausencia de este encuadre, la verosimilitud del proyecto tiende a diluirse. Muy probablemente y por las razones que se comentan al final de esta sección, el conjunto de proyecciones que se presentan en el texto actual deban ser revisadas al momento de examinar el PPN 2020 con el prisma legislativo.

De otro lado, en el plano político, la consideración más obvia es acerca de la oportunidad en la cual el proyecto será motivo de tratamiento en las Cámaras. Todo parece indicar que el proceso iniciará recién cuando se haya resuelto la elección presidencial y las autoridades electas tomen la iniciativa de promover el debate. Un nuevo contexto de conformación de los bloques parlamentarios y de las fuerzas políticas en general habrá de traer aparejadas definiciones que impactarán en el Presupuesto y, consecuentemente, en la necesidad de introducir ajustes a la versión actual del PPN 2020.

2.2 Proyecciones macroeconómicas 2019 y 2020

Tomando debida nota de lo anterior, el PPN 2020 prevé una caída de la actividad económica del 2,6% para 2019. Esta contracción de la actividad es explicada principalmente por la caída del consumo privado (-5,7%) y la fuerte reducción de la inversión (-23,4%). Para 2020, espera que la dinámica se revierta. Se proyecta un crecimiento del PIB del 1%, impulsado por las exportaciones, para las cuales se proyecta un aumento del 7% interanual. El consumo privado revertiría su tendencia y acompañaría la recuperación de la economía, expandiéndose un 1,4% interanual. La inversión, en tanto, continuaría contrayéndose, aunque a un ritmo sustantivamente menor (-4,9%). El **Gráfico 5** resume las variaciones proyectadas del PIB y los componentes de la demanda agregada para 2019 y 2020.

Gráfico 5. Variación anual promedio proyectada de actividad y componentes de la demanda agregada (2019 y 2020)



Fuente: elaboración propia en base a PPN 2020.

El correlato de esta dinámica de la actividad es una sensible reducción del déficit de cuenta corriente del balance de pagos, principalmente explicado por la mejora del balance comercial producto de la caída de la absorción doméstica y la suba del tipo de cambio real. Para 2019 se proyecta un déficit de cuenta corriente de U\$S 3.946 millones (0,9% del PIB), lo que implica una reducción de 4,2 p.p. del PIB respecto de 2018. La balanza comercial, en tanto, cerraría el año con un superávit de U\$S16.102 millones, producto de un colapso de las importaciones de 23,3% interanual y una mejora no despreciable de las exportaciones de 7,5%.

En 2020, la cuenta corriente pasaría a ser superavitaria en U\$S1.896 millones (0,4% del PIB). La mejora de la cuenta corriente cercana a los 6.000 millones estaría vinculada al mayor crecimiento de los principales socios comerciales¹⁰ y a los efectos de un mayor tipo de cambio real. El aumento de las exportaciones proyectado para 2020 respondería en buena medida a la expansión de los servicios, que alcanzarían un máximo histórico de exportaciones U\$S17.057 millones. Se sumarían a esto un total de U\$S 72.479 millones a exportaciones de bienes, llevando al total exportado a U\$S 89.536 millones.

El PPN espera que la inflación continúe elevada en 2019, luego de la suba del tipo de cambio nominal (TCN) tras las PASO. Se proyecta una tasa mensual promedio del 4,1% entre los meses de septiembre y diciembre, con una inflación anual que estaría en torno al 52,8% interanual para el cierre del año. Para el año siguiente, se espera un descenso de la inflación, la cual se proyecta en 34,2% interanual a diciembre de 2020. Producto del arrastre estadístico, la inflación anual promedio del año próximo sería de 43,1%. El tipo de

¹⁰ Se espera que el crecimiento ponderado para los socios comerciales de Argentina sea de 2,7% en 2020, con Brasil creciendo en torno al 2,1%.

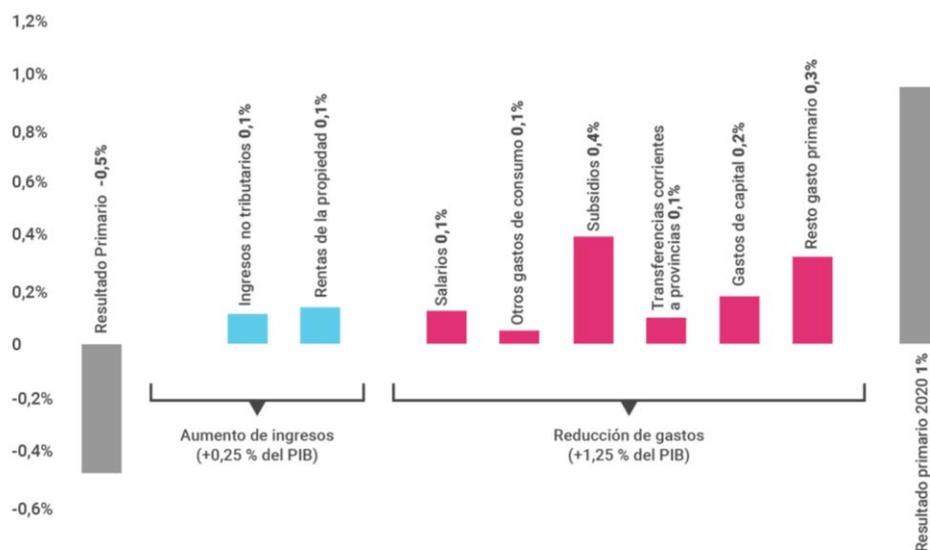
cambio, en tanto, se estima cerrará el 2020 en \$78 por dólar, con un promedio anual de \$67,11. Como resultado, el tipo de cambio real sufriría una apreciación a fines de 2020 cercana al 2% interanual.

2.3 Pautas de gastos e ingresos en el PPN 2020

Como se adelantó arriba, el gobierno envió al Congreso el presupuesto de 2020 a mediados de septiembre, dando cumplimiento así a los plazos legales vigentes. La propuesta consiste en continuar la consolidación fiscal para alcanzar en 2020 un superávit primario de 1 % del PIB. El objetivo no es nuevo: esta es la meta que el gobierno ya había señalado en el presupuesto de 2019 y que está plasmada en las sucesivas revisiones del programa con el FMI.

En todo caso, la diferencia se relaciona con la actual coyuntura económica, que el acuerdo con el FMI está interrumpido y que 2019 cerraría con un déficit de 0,5 % -de acuerdo al PPN 2020- y no en equilibrio, tal como estaba previsto en el Presupuesto 2019. Además, se suma lo que se apuntó en la sección anterior: la ausencia de un programa integral y al contexto político. La estrategia fiscal se apoyaría principalmente en la reducción del gasto. Esto contrasta con las medidas tomadas durante 2019 que, además de recortes de gastos, apelaron a aumentos de ingreso para el fisco nacional (principalmente por el aumento de retenciones y tasa estadística). El Gráfico 6 resume las principales pautas fiscales del PPN 2020.

Gráfico 6. Cambios en gastos e ingresos previstos en el PPN 2020, en porcentaje del PIB



Fuente: elaboración propia en base a PPN 2020.

La proyección de estos resultados se apoya en un doble conjunto de factores. Por una parte, las variables fiscales expresan los supuestos utilizados en el esquema macro que se analizó arriba y, al mismo tiempo, también resume varias definiciones de política fiscal propiamente dichas. Es útil una consideración separada a cada una de ellas.

El crecimiento previsto de la actividad económica ayuda a preservar la presión tributaria en 16,8%. De manera similar, los supuestos en materia de crecimiento de

exportaciones e importaciones contribuyen a mantener la recaudación de los impuestos sobre el comercio exterior, pese a la erosión del valor real de las retenciones fijadas nominalmente, en un contexto donde se prevé el mantenimiento del tipo de cambio real multilateral. Efectos análogos aplican a la recaudación de la Tasa de Estadística. A su vez, y con mayor incidencia para las cuentas fiscales, opera la hipótesis de desinflación gradual que contiene el PPN 2020. En valores promedios anuales, la inflación descendería del 53% al 43%, lo cual facilita mantener relativamente constante el gasto de los programas sociales –principalmente la Asignación Universal por Hijo (AUH) y las pensiones no contributivas– y también las erogaciones del sistema previsional que crecería 46% en términos nominales.¹¹ El gasto nominal de Prestaciones Sociales crecería 47 %, superior en 11 p.p. al resto del gasto primario.

2.3.1 La política fiscal del PPN 2020

El proyecto prevé importantes definiciones de política fiscal que, por el lado del gasto, consisten en: reducción de los subsidios, recortes adicionales de la inversión que lleva a cabo la Administración Pública Nacional, y en economías de gastos operativos y transferencias corrientes a provincias.

Respecto de la reducción de subsidios la medida consistiría en economizar los aportes que realiza el Tesoro en energía y transporte (0,48% PIB, que se distribuyen 2/3 en energía y 1/3 en transporte). En cuanto a energía, parte de la reducción se explica en que se prevé que los precios que se pagan por la producción de gas originada en los yacimientos no convencionales de Vaca Muerta estén más cerca de los que paga el conjunto de la demanda (industria, generación y residencial). Asimismo, producto de una mayor oferta local de gas se reducirán importaciones que tienen mayor costo y las respectivas compensaciones (que el Tesoro canaliza a la empresa Integración Eléctrica ex - ENARSA). La cuenta se completa con el recorte a los subsidios que recibe CAMMESA – empresa operadora del mercado mayorista eléctrico – para cubrir la diferencia entre el costo de adquisición del gas a las empresas productoras y del precio que cobra a los generadores. El recorte de los subsidios al transporte supone lograr una economía de alrededor de 700 millones de dólares en 2020 por cuanto dejan de estar en la órbita del presupuesto nacional, y pasan a ser decisiones de la esfera provincial.

Con respecto a la inversión, la propuesta consiste en una reducción de las erogaciones de capital en el ámbito del Sector Público Nacional, cuyo nivel ascendería a 1,1 % del PIB (1,3 % en 2019), y que estaría parcialmente compensado por las inversiones que se realizarían en otros ámbitos y modalidades: empresas distribuidoras de gas y electricidad (1,5 %), los proyectos licitados bajo el mecanismo de Participación Público Privada (0,4 %) y las provincias (1,5 %). De acuerdo con el esquema que se propone, los diferentes mecanismos permitirían alcanzar una inversión consolidada de 4,5 % del PIB, prácticamente similar al proyectado para 2019 (4,2 %). Sin embargo, caben algunas advertencias. La concreción de los planes de las empresas de servicios públicos, que se beneficiaron oportunamente de la revisión tarifaria integral (RTI), dependen estrechamente del cumplimiento del programa tarifario, al cual van atados contractualmente los compromisos de obra. Como se comenta más abajo, hay varios

¹¹ Cabe aclarar que el presupuesto prevé para 2020 una evolución de la AUH diferente a la observada en 2019 dado que este año se adelantó en el mes de marzo la movilidad de todo el año.

obstáculos en este terreno a ser resueltos antes de llegar al sendero que traza el PPN 2020. En lo que respecta a PPP, la posibilidad de alcanzar los niveles de inversión depende de la puesta en marcha del programa de la red de autopistas y rutas seguras (RARS), que fueron licitados en 2018¹². Ocurre sin embargo que en julio del corriente año debieron modificarse las condiciones originales en lo que respecta al financiamiento. Como es sabido, los contratos PPP exigen como requisito que el fondeo de los proyectos debe ser provisto por el sector privado. El entorno macroeconómico hizo imposible reunir los recursos y las empresas adjudicatarias solicitaron una prórroga de plazos y una redefinición de compromisos que se concretó en julio de este año¹³. Finalmente, en cuanto a las provincias, si bien el gasto de capital que proyecta el gobierno nacional es inferior al que se observaría en 2019, sus cuentas fiscales están expuestas a impactos que, como se analiza abajo, no están previstos en el PPN 2020. Más aún, si bien las provincias cuentan con un número importante de proyectos con financiamiento multilateral, la continuidad de los programas y la fluidez de los recursos serán dependientes de las negociaciones que el nuevo gobierno encare con el FMI y los organismos de crédito¹⁴.

Por el lado de los ingresos, el PPN 2020 no contiene definiciones nuevas de política tributaria, pero sí actúan de modo inercial decisiones del pasado, especialmente las originadas en la reforma de finales de 2017. Así, en 2020 continúan las reducciones de contribuciones patronales por elevación del mínimo no imponible y la unificación de alícuotas. En el impuesto a las ganancias, impactará en la recaudación la reducción de la tasa de sociedades, y en las personas humanas, el incremento del mínimo no imponible, la deducción especial y las cargas de familia. En cuanto a Bienes Personales, se prevén mayores ingresos por la aplicación de las alícuotas progresivas sancionadas en la reforma de 2018 y finalización de la eximición del impuesto otorgado a los contribuyentes cumplidores que no ingresaron a la amnistía tributaria aprobada en 2016.

Finalmente, en el plano de la relación Nación-Provincias, el PPN 2020 supone continuar el actual esquema: automaticidad en las transferencias a través de la coparticipación y completar la devolución de los recursos que se destinaban a la ANSES¹⁵.

2.3.2 “Jaque al PPN 2020”: las medidas del último cuatrimestre de 2019

Llegado a este punto parece conveniente interrogarse acerca de la plausibilidad de las proyecciones del proyecto de ley de presupuesto. Asumiendo que se alcanzaran los parámetros macroeconómicos oficiales y que las cuentas fiscales de 2019 concluyeran con un déficit primario de 0,5 % del PIB, la estrategia supone un esfuerzo fiscal algo menor al realizado este año respecto de 2018, cuando el déficit primario fue de 2,3 %. En la medida que en el flanco tributario sólo se contabilizan efectos inerciales de la reforma de 2017, las metas que se postulan reposan en una política restrictiva de los gastos corrientes, la

¹² La licitación comprendió 6 corredores para la construcción de 2500 km de obras viales, autopistas, rutas y proyectos complementarios.

¹³ El gobierno ha hecho avances en la preparación de proyectos PPP –tal el caso de la línea de transporte de Alta Tensión de 500 kV Río Diamante-Nueva Charlone y la línea ferroviaria para transportar insumos para Vaca Muerta (Añelo-Bahía Blanca). Sin embargo, las iniciativas no se han concretado y el principal obstáculo ha sido, tal como señala el texto, el deterioro de la situación macroeconómica.

¹⁴ En 2015 las provincias contaban con 15 programas de organismos multilaterales con garantía de la Nación. En 2019 se contabilizan 38 proyectos con esa modalidad.

¹⁵ Además de estos elementos la propuesta oficial apunta a continuar con los compromisos de la Ley de Responsabilidad Fiscal y el Consenso Fiscal.

reducción de la inversión pública, y la concreción de una mayor oferta local de hidrocarburos. Además, la desinflación gradual y la política social que se postula – especialmente respecto de la AUH – permitirían mantener los gastos de seguridad social en los niveles previstos. Por su parte, la relación fiscal con las provincias debería quedar enmarcada con los instrumentos comentados arriba: coparticipación federal, reducción de transferencias corrientes, Consenso Fiscal y ley de Responsabilidad Fiscal.

Además de la debilidad intrínseca del PPN 2020 asociada a los supuestos macroeconómicos para el próximo año fiscal, se suman los impactos fiscales de las medidas decididas por el gobierno en agosto-septiembre. Estas decisiones recientes tienen consecuencias para las cuentas del año próximo, pero el PPN 2020 no es explícito a cómo se habrán de resolver. Conviene una breve referencia a dichas medidas.

En primer lugar, figura la cuestión de las tarifas y del precio del petróleo (y consecuentemente de las naftas). Respecto del crudo, el gobierno decidió a mediados de agosto la fijación del precio doméstico tomando valores de la cotización del crudo y del tipo de cambio vigente al 9 de agosto¹⁶. La flexibilización del 4% decidida recientemente corrige sólo una fracción menor del desequilibrio existente¹⁷. De la misma manera, de acuerdo con los contratos vigentes, el precio del gas debería actualizarse en octubre¹⁸. Para ello es necesario considerar la evolución del tipo de cambio y del índice de precios mayoristas entre marzo y septiembre. La variación acumulada de uno y otro alcanza a 36% y 28% respectivamente, lo cual implica una corrección próxima al promedio de ambos registros. A su vez, la revisión de los precios del gas repercute sobre los costos de generación eléctrica que, en última instancia, deben pagar los usuarios. Estos ajustes tarifarios representan un desafío no sólo por su efecto en la tasa de inflación, sino por el eventual costo fiscal, aun cuando no tengan lugar en el corriente ejercicio fiscal. Las empresas productoras de petróleo y gas han hecho conocer sus cuestionamientos a la política oficial. Una demora en la aplicación de los ajustes tarifarios podría traducirse en compensaciones fiscales compensatorias y/o litigiosidad judicial.

En segundo lugar, los cálculos oficiales del presupuesto suponen que la recaudación del IVA de 2020 no se encuentra afectada por las desgravaciones de los alimentos dispuestas por el Decreto 567/2019 para el período septiembre-diciembre de este año¹⁹. Sin embargo, una vez finalizada la “emergencia social” a la que apela el Decreto, es muy probable que la suba de alícuotas en productos esenciales de la canasta familiar sea una medida resistida por amplios sectores. Siendo así, corresponderá una revisión de los ingresos tributarios previstos y hacer compatible la política de tasa cero de IVA en alimentos con el resto del esquema fiscal.

¹⁶ DNU 566/2019. La medida consistió en disponer que las entregas de petróleo crudo en el mercado doméstico se realicen sobre la base de un precio por barril (Brent) de USD 59 al tipo de cambio de 45,19 \$/USD. El congelamiento es temporario y vence el 9 de noviembre.

¹⁷ Una idea aproximada del desequilibrio existente se puede inferir tomando en consideración que la cotización del Brent durante septiembre ha estado persistentemente por encima de los USD 62 mientras que el tipo de cambio de igual se sitúa en 57 \$/USD. Con estos datos el atraso resultante a la fecha sería de 30 % aproximadamente, descontando el incremento del 4 % aprobado en la tercera semana de septiembre.

¹⁸ Cabe aclarar que en el marco de las medidas de emergencia que adoptó el gobierno posterior al 12 de agosto, la resolución 521/2019 de la Secretaría de Gobierno de Energía dispuso diferir el ajuste semestral de las tarifas de gas para enero de 2020.

¹⁹ La medida oficial consistió en aplicar tasa cero a una lista acotada de productos: pan, leche, aceite de girasol, hortalizas, huevos, entre otros. El costo fiscal estimado por las autoridades es de \$ 10.000 millones.

En tercer término, el gobierno dispuso medidas de impacto transitorio sobre el gasto y los ingresos del corriente año: bonificación de aportes personales para los salarios de hasta \$60.000 en los meses de septiembre y octubre, \$1.000 adicional por hijo para los beneficiarios de la AUH también durante septiembre y octubre, y un bono especial para los empleados de la administración pública y las fuerzas armadas. El costo fiscal de estas medidas ascendería a \$36.000 millones²⁰. A esto cabría sumar el efecto dispuesto por la reciente ley de emergencia alimentaria.

Finalmente, también cabe un interrogante sobre el supuesto que realiza el proyecto oficial acerca que las relaciones entre Nación y Provincias transcurrirían 2020 en un marco de continuidad de políticas previas. Precisamente, el congelamiento de los combustibles ya ha levantado planteos de las provincias productoras reclamando el ajuste de las regalías. Asimismo, la reducción del IVA ha despertado similares reclamos del conjunto de provincias en razón del carácter coparticipado del tributo. Todo esto sin considerar que algunas medidas que ya han tenido sanción al aprobarse el Presupuesto 2019 –tal el caso de los subsidios al transporte y la tarifa social eléctrica- y que deberán ser atendidas por los tesoros provinciales, muy probablemente llevarán a controversias y solicitudes de mayores fondos nacionales.

Existe una doble limitación a la hora de efectuar un análisis del PPN 2020: la ausencia de un programa económico integral dentro del cual enmarcar las proyecciones, y el contexto y oportunidad política dentro en el cual el Congreso debatirá el proyecto. Adicionalmente, si se observan las medidas del último cuatrimestre de 2019, estas parecen configurar una tercera restricción. En la definición oficial todas apelan a una duración transitoria. Sin embargo, el supuesto de su reinstalación automática es cuestionable. Como se ha visto, están pendientes importantes ajustes de tarifas, reimplantación de alícuotas tributarias, otorgamiento de beneficios salariales y de asignaciones en los programas sociales. En síntesis, no sólo el cierre de las cuentas fiscales en 2019 hace sospechar del pronóstico oficial de cumplimiento de 0,5 % de déficit primario, sino que levanta un interrogante central acerca de las proyecciones que exhibe el PPN 2020.

3. ¿Y qué pasa con la deuda? Reperfilamiento, CAC y otras hierbas

Los delgados grados de maniobra en el frente fiscal no operan únicamente sobre la política de ingresos y gastos públicos reflejada en el PPN 2020. Con la suba del riesgo país que siguió a las PASO, el Tesoro Nacional enfrentó enormes dificultades para refinanciar los vencimientos de las letras del tesoro²¹. En las subastas posteriores a la elección consiguió refinanciar menos del 5% de las amortizaciones que vencían en esas fechas, lo que puso bajo una situación de estrés al programa financiero del Tesoro²². Producto de

²⁰ El gobierno también dispuso otras medidas con impacto fiscal: aumento de las becas PROGRESAR y bonificación de la cuota impositiva del monotributo.

²¹ Las letras del tesoro son instrumentos de deuda a corto plazo emitidos por el Tesoro Nacional, atados a legislación doméstica y denominados en dólares (LETES en USD), pesos (LECAPs), pesos indexados por CER (LECER) y pesos indexados por la evolución del dólar –*dolar-linked*- (LELINK).

²² En su última revisión del programa Stand-By durante Julio de 2019, el staff del FMI estimaba que el gobierno debía refinanciar al menos el 75% de los vencimientos durante el segundo semestre de 2019 para poder cubrir las necesidades de financiamiento.

esto, a fines de agosto el gobierno nacional anunció una modificación unilateral en el cronograma de pagos previsto para estos instrumentos²³. Se resolvió que las personas físicas recibirán la totalidad del pago previsto al vencimiento original, mientras que las personas jurídicas verán modificado su calendario de pagos de la siguiente forma: al vencimiento original recibirán un 15% del pago previsto, un 25% adicional tres meses luego de la fecha de vencimiento y el 60% restante a los 6 meses de la fecha de vencimiento. La alternativa a esta medida hubiera sido hacer uso de las reservas del BCRA, lo que hubiera traído dos problemas aparejados. En primer lugar, en un escenario de mayor dolarización de carteras y retiro de depósitos en dólares hubiera debilitado la capacidad del BCRA de intervenir y asegurar la estabilidad del mercado de cambios. Por otra parte, hubiera sumado un incumplimiento al actual programa con el FMI y sus metas previstas para las reservas internacionales de la autoridad monetaria.

Más allá de estas cuestiones, la acción del gobierno solo resuelve los vencimientos de cortísimo plazo, teniendo en cuenta que la mayor parte del *stock* de letras vencía en 2019. Además, esta medida disminuye las necesidades financieras para 2019 pero incrementa los vencimientos previstos para 2020. Por lo tanto, junto con la modificación unilateral de las letras, el Ministerio de Hacienda anunció la intención del gobierno nacional de avanzar en un reperfilamiento voluntario de los bonos de corto y mediano plazo. Para poder encarar esta negociación con los acreedores, el Poder Ejecutivo envió al Congreso un proyecto de Ley para incorporar a los bonos bajo Ley Argentina las llamadas Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), estableciendo una mecánica similar a la que rige en la actualidad para los títulos públicos bajo ley extranjera. Adicionalmente, las autoridades declararon que iniciarían conversaciones con el FMI con el objetivo de reprogramar los vencimientos de deuda del programa *stand-by* vigente.

Para entender el menú de opciones disponibles y los desafíos que enfrentara el próximo gobierno para reordenar el programa financiero, el punto de arranque es analizar la estructura de servicios de interés y capital asociada al stock de deuda actual.

3.1 Perfil de servicios de la deuda actual

El Gráfico 7 muestra los servicios proyectados de amortizaciones e intereses como proporción del PIB para el período desde 2019 (a partir del segundo semestre) hasta 2030, inclusive. El gráfico agrupa las obligaciones en cuatro tipos de instrumentos: instrumentos de mercado (títulos públicos y letras del tesoro, principalmente), deuda del Tesoro Nacional con el BCRA y letras colocadas a organismos públicos, el préstamo con el FMI asociado al Acuerdo Stand-By vigente y los créditos con otros entes multilaterales y bilaterales (BID, Banco Mundial, Club de París, entre otros). Vale aclarar que en parte las obligaciones asociadas a instrumentos de mercado corresponden a tenencias en cartera de entes del propio sector público (principalmente el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES).

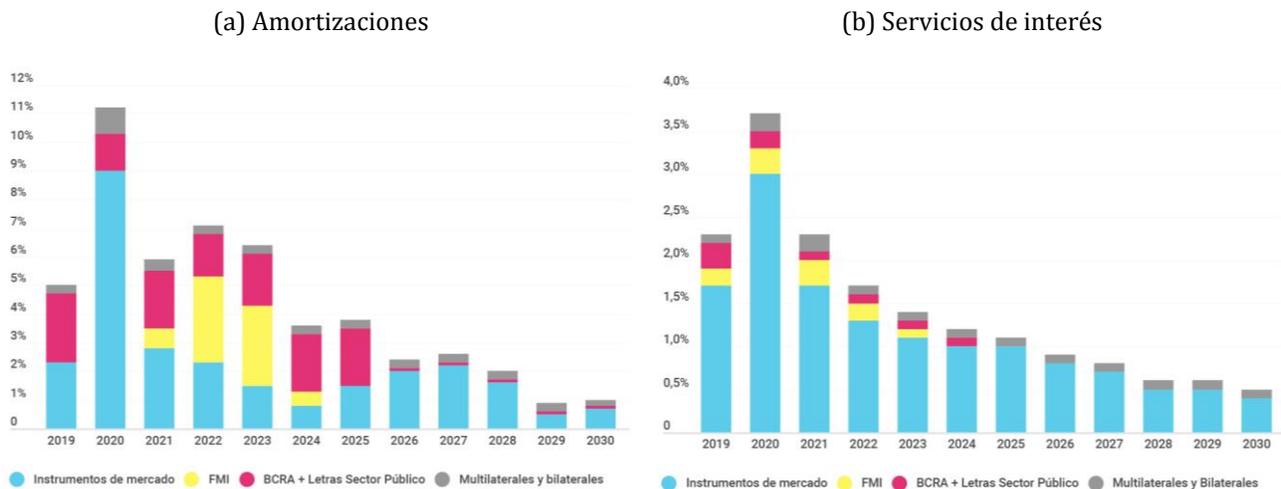
Se aprecia que en el corto plazo (2020 a 2023), Argentina enfrenta amortizaciones de 7,7% del PIB en promedio, mientras que los servicios de interés se ubican en un promedio

²³ DNU 596 del 28 de agosto de 2019.

de 2,3% del PIB²⁴. Si se excluyen las operaciones con el BCRA y las letras emitidas al sector público (que no tienen riesgo de refinanciación) los vencimientos de capital representan en promedio el 6% del PIB y los intereses un 2,2%.

No obstante, el año 2020 presenta un pico de vencimientos de capital mayormente con el mercado por 9% del PIB. Estos vencimientos responden casi enteramente a instrumentos bajo legislación local: 3,9% del PIB por amortizaciones de letras y 5% por amortizaciones de bonos. A su vez, aproximadamente un 60% de los mismos está denominado en moneda local²⁵. En buena medida, esta concentración de vencimientos refleja la estrategia de financiamiento que decidió ejecutar el Tesoro Nacional luego de la primer reformulación del acuerdo con el FMI en septiembre de 2018 haciendo un uso extensivo de instrumentos de corto plazo. Por su parte, los vencimientos de capital en el período 2022-2023 están mayormente explicados por el préstamo con el FMI que totalizan otros 6 puntos del PIB.

Gráfico 7. Servicios proyectados de amortización e interés, en porcentaje del PIB (segundo semestre 2019 a 2030)



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, PPN 2020 y estimaciones propias.

Nota: Los servicios se calculan en base a la información de deuda disponible al 30/06/19 y refieren a los servicios vinculados a la deuda en situación de pago normal del SPN. En línea con lo dispuesto por el DNU 596/2019 se incorpora el cambio de cronograma de pagos de las letras asumiendo que el 85% de las tenencias son de personas jurídicas. Asimismo se descuentan los servicios asociados a la operación de REPO cancelada durante agosto-19. Para medir los servicios como porcentaje del PIB se utilizan las estimaciones de PIB y tipo de cambio del PPN 2020 para los años 2019, 2020, 2021 y 2022. De 2023 en adelante se deja fijo el PIB en dólares proyectado para el año 2022.

²⁴ Vale la pena aclarar que este perfil de servicios es estático, pues no incorpora supuestos de refinanciamiento del capital que va amortizando. En este sentido, los intereses están subestimados siempre que se suponga que lo más probable es refinanciar el capital.

²⁵ Si bien están denominados en moneda doméstica, una gran parte de estos instrumentos (casi el 50%) presenta algún esquema de indexación a la inflación (bonos atados al CER) o al tipo de cambio (bonos dólar ink).

3.2 ¿Qué es el reperfilamiento y cómo funciona?

En la situación actual, en la cual Argentina ha perdido el acceso a los mercados voluntarios de crédito, resulta imposible cubrir estos vencimientos. No hay ahorro fiscal posible ni activos financieros líquidos que permitan cancelarlos sin acceso al crédito. El gobierno puede procurar, entonces, realizar una operación de reprogramación de su deuda. Estas operaciones se denominan reestructuraciones de deuda. El reperfilamiento es un caso especial dentro de una familia amplia (y muy variada) de operaciones posibles.

En una reestructuración, el objetivo final es restaurar la sostenibilidad de la deuda pública. En un segundo plano, en la medida que la deuda sea sostenible, el gobierno puede acceder nuevamente a los mercados de crédito. Una reestructuración busca mejorar las condiciones financieras de las obligaciones que enfrenta el gobierno mediante la combinación de tres elementos: (i) la extensión del cronograma de vencimientos de capital, (ii) la reducción de los cupones de interés y (iii) la reducción del capital. El reperfilamiento se basa pura y exclusivamente en la extensión del cronograma de vencimientos de capital, preservando los cupones de interés y capital establecidos en la emisión original (FMI, 2014). Como regla general, la estrategia consiste en reperfilar los instrumentos que presentan cuantiosos pagos de capital en un horizonte de 4 a 5 años vista, típicamente coincidente con la extensión de un programa con el FMI. La idea central de la herramienta es dar espacio de maniobra al gobierno, reduciendo sus necesidades de financiamiento con el mercado, mientras el programa se desarrolla y se estabiliza la situación macroeconómica que motivó la asistencia financiera del FMI en primer lugar. Asimismo, conjuntamente con la extensión de plazos se busca distribuir los servicios de capital de forma tal de evitar años con “picos” de vencimientos.

Un ejemplo de reestructuración en esta línea es el canje de Uruguay (2003). El canje de Uruguay es una operación comúnmente catalogada como “amigable” para los mercados: no hubo incumplimientos en los pagos, se mantuvo un diálogo fluido y estructurado con los acreedores y no hubo dilaciones en la operación -el canje se implementó en tres meses- (Enderlein, Trebesch, & von Daniels, 2012). Producto del contagio producido por la crisis de 2001 de Argentina, y ante cuantiosos vencimientos de capital en el corto plazo, la falta de liquidez obligó al gobierno uruguayo a renegociar plazos de vencimiento, manteniendo los cupones de interés inalterados, aunque esto implicaba rendimientos para los títulos de salida por debajo de los rendimientos de mercado.

Dado que una reestructuración no se realiza a valores de mercado²⁶ siempre implica una quita para el acreedor en términos de valor presente. Pero ¿qué se entiende por una quita en el contexto de una reestructuración en general y de un reperfilamiento en particular? La medida más extendida de quita compara el valor presente del paquete ofrecido en la reestructuración con el valor presente de los títulos “viejos”, descontando los flujos de pago a una tasa equivalente al rendimiento que se observa en el mercado secundario de deuda luego de la operación de reestructuración (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2008). En el caso del reperfilamiento la quita se explica por el hecho que la refinanciación implícita en la extensión de plazos no paga tasas de interés a tono con los rendimientos de mercado luego de realizada la transacción. Si bien se preservan los

²⁶ En otras palabras, no se toman en consideración el rendimiento de los títulos en el mercado secundario para determinar el rendimiento de los títulos de “salida” de la reestructuración.

cupones de interés que traían los títulos “viejos”, en un escenario de estrés financiero como el que caracteriza a estas operaciones las tasas de mercado se sitúan por encima de estos valores. En consecuencia, la extensión de plazos genera que el valor presente de la deuda reperfilada resulte menor al de la deuda en sus condiciones originales. La medida de quita busca aproximar el “sacrificio” que realiza el bonista que ingresa a un canje o vota a favor de una enmienda. Como la participación en la reestructuración es voluntaria, este sacrificio o costo que paga el inversor debe tener como contrapartida algún beneficio. De lo contrario no participaría del proceso. El beneficio para el bonista es que la mejora que recibe el gobierno en las condiciones financieras se traduce (en alguna medida) en una mejor posibilidad de cobro, producto de la “descompresión” financiera que la medida genera.

En el caso de títulos públicos, toda reestructuración dispara un proceso de negociación donde el gobierno se enfrenta a una contraparte difusa, compuesta por un número generalmente grande, disperso y variado de tenedores con diferentes intereses e incentivos. Este tipo de procesos de renegociación de deudas contrasta con el caso de los procesos regidos por el Club de Londres (mecanismo utilizado para renegociar préstamos bancarios) o el Club de París (mecanismo para renegociar créditos avalados por gobiernos de países desarrollados), donde los acreedores forman un frente común y relativamente homogéneo (Cosentino et al., 2017). Esta heterogeneidad y atomización de los acreedores da pie a un potencial problema de coordinación que dificulta el proceso de renegociación. Aparecen los *holdouts*: acreedores que deciden no participar del proceso e intentan cobrar sus bonos en las condiciones originales²⁷.

Las renegociaciones de títulos públicos involucran dos fases bien diferenciadas: (i) una fase de negociación donde se discuten los nuevos términos y condiciones financieras (y legales) que recibirán los acreedores y (ii) una fase de instrumentación de la operación. La instrumentación, a su vez, se realiza bajo dos mecanismos posibles: a través de un canje de deuda o a través de la enmienda de los términos y condiciones plasmadas en los contratos originales²⁸. La elección del mecanismo depende esencialmente de que los bonos elegibles contengan o no CAC. Si los títulos elegibles las incluyen, el soberano puede someter a votación de los acreedores un proceso de enmienda que, en caso de conseguir las mayorías necesarias, supondrá la modificación de la totalidad de los bonos elegibles.

Si la operación de reperfilamiento se basa en una enmienda a los bonos por medio de las CAC la ventaja que esto genera es que se limita el problema de los *holdouts*. De alcanzar las mayorías necesarias, el cambio en las condiciones financieras se impone automáticamente a todos los tenedores de la deuda objeto del reperfilamiento.

Dado que la deuda con legislación extranjera ya tiene CAC, el gobierno busca extender este mecanismo a la deuda doméstica para poder encarar una única instancia de

²⁷ Los *holdouts* deciden no participar de las reestructuraciones de deuda aprovechando estratégicamente el esfuerzo que realizan el resto de los acreedores que ingresan a la operación y reciben una quita. Las expectativas de cobro de los *holdouts* están basadas en la probabilidad de que el soberano decida continuar pagando los bonos no reestructurados si hay un nivel de adhesión lo suficientemente elevado por parte del resto de los acreedores. A esta expectativa se suma la probabilidad de alcanzar un resultado exitoso por la vía judicial. El problema asociado a los *holdouts* es que su presencia atenta contra el éxito de la operación (fomentando baja participación) y lleva al soberano a proponer medidas de reprogramación más suaves que las que resultarían ideales.

²⁸ Es decir, mientras que un canje supone el cambio de un título o un menú de instrumentos financieros por otro/s, una enmienda supone la modificación de los términos y condiciones financieras de los bonos originales que seguirán existiendo y representando la relación crediticia entre deudor y acreedores.

renegociación bajo condiciones equitativas. El ejemplo más reciente utilizando esta estrategia es del canje de Grecia en 2012. En esa oportunidad el gobierno griego introdujo CAC retroactivas a su deuda doméstica y las utilizó para negociar con los acreedores. Al lograr las mayorías necesarias logró evitar la aparición masiva de *holdouts* (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013).

3.3 Sobre el uso de las Cláusulas de Acción Colectivas (CAC)

Luego del default de la deuda argentina en el año 2001 los bonos externos de países emergentes comenzaron a incorporar masivamente CAC²⁹. Estas cláusulas se incorporaron en los contratos de deuda³⁰ con el fin de organizar y facilitar el proceso de negociación entre deudor y acreedores ante eventos de default o ante la necesidad de reconfigurar el perfil de servicios (Cosentino et al., 2017). Se conocen comúnmente como cláusulas de mayorías o cláusulas de acción colectiva, ya que permiten coordinar las voluntades de los acreedores.

Bajo las CAC una determinada mayoría de tenedores, de forma consensuada con el emisor (el gobierno), pueden modificar las cláusulas de un contrato de deuda. Las modificaciones son impuestas a todos los tenedores de los bonos enmendados, aun cuando algunos no hubieran participado en la votación o, habiéndolo hecho, hubieran votado en contra de la propuesta. Vale aclarar que el voto de cada inversor es proporcional a su tenencia de capital de los bonos que se pretende modificar. Es decir, que las mayorías necesarias hacen alusión al capital de los bonos sujetos a modificaciones y no a una cantidad de acreedores.

Las mayorías para aprobar modificaciones a los bonos suelen variar según se traten de modificar “materias reservadas” o “materias no reservadas”. Las primeras son las más relevantes ya que están vinculadas a las condiciones de pago del bono³¹; y por tal motivo, los requisitos para su modificación son más exigentes. Las materias no reservadas se definen como un complemento: son todas aquellas cláusulas y condiciones que no están enumeradas como materias reservadas en los contratos de deuda.

Bajo la ley inglesa, la incorporación de CAC en los bonos soberanos tiene una larga tradición. Típicamente las CAC inglesas establecen un requisito de *quórum* mínimo y de mayorías para poder proceder a modificar un bono o una serie de bonos. Para aprobar las modificaciones se realizan asambleas en las que participan los tenedores o sus apoderados, sujeto a las restricciones de *quórum* antes mencionadas. La incorporación de CAC en bonos emitidos bajo ley de Nueva York -la mayor plaza para colocar deuda en dólares- es mucho más reciente. A diferencia del caso inglés no es común observar el requisito del *quórum* de tenedores bajo la legislación de Nueva York. Además, la instrumentación de las votaciones se puede hacer tanto mediante asamblea de tenedores o por votos escritos.

²⁹ Como se explica en Cosentino et al. (2017) la deuda doméstica de los países emergentes y la deuda de los países desarrollados no suele incluir CAC.

³⁰ Vale aclarar que un contrato de deuda puede contener más de un tipo de bono. Por ejemplo, en el marco de la emisión de deuda externa vinculada a los Canjes de 2005 y 2010, los bonos Par y Descuento se emitieron en el marco de un solo contrato de deuda.

³¹ Típicamente, estas modificaciones se vinculan con reducir el monto de capital adeudado o la tasa de interés, ampliar los plazos de pagos, cambiar la ley y jurisdicción aplicable, modificar las mismas cláusulas de modificación, entre otras.

Las mayorías exigidas varían en el marco de cada contrato de emisión (aunque hay prácticas bastante extendidas) y dependen de si la modificación propuesta atañe a un bono (una serie en particular) o a un conjunto de bonos regulados en el mismo contrato. Bajo lo que se conoce como cláusula “de agregación” el deudor soberano puede proponer (y aprobar si reúne las voluntades correspondientes) transacciones en las que se propongan a los tenedores modificaciones sobre un conjunto de bonos regulados por un mismo contrato. Bajo la cláusula de agregación se exige (i) una mayoría de capital para cada serie individual y (ii) una mayoría agregada, considerando el total de los bonos sujetos a la modificación. En versiones más recientes de las CAC, el deudor conserva la opción de llevar adelante enmiendas sobre varias series exigiendo el doble umbral de mayorías (por serie y agregadas) o exigiendo únicamente una mayoría agregada que, obviamente, resulta más alta que en el caso del doble umbral³².

Para analizar el caso de los contratos de deuda de Argentina, se toma aquí como referencia a los contratos bajo ley Nueva York. Este universo resulta representativo dado que los bonos bajo estos contratos representan un 79% del total de bonos bajo ley extranjera a junio de 2019. Actualmente Argentina tiene dos grandes conjuntos de contratos que regulan estos bonos a: (i) los contratos asociados al Canje 2005 y 2010 y (ii) el contrato por los bonos emitidos como parte del programa de financiamiento de los años 2016 y 2017³³.

La **Tabla 2** resume las mayorías exigidas para los distintos tipos de modificaciones (de materias no reservadas y reservadas, considerando modificaciones a un bono o a varios) para cada uno de estos marcos contractuales. Adicionalmente, se detallan las mayorías que se incluyen en las CAC que el Poder Ejecutivo plasmó en el proyecto de ley enviado al Congreso.

Tabla 2. Mayorías exigidas en las CAC de los contratos de Argentina bajo Ley Nueva York y Proyecto de Ley de CAC para bonos bajo legislación argentina

Tipo de modificación	Contratos de Bonos del Canje 2005 y 2010	Contrato de Bonos programa 2016 y 2017	Proyecto de Ley Bonos ley argentina
Materias no reservadas	66 ² / ₃ % del capital de la serie	50% del capital de la serie	No distingue el concepto
Materias reservadas (un solo bono/serie)	75% del capital de la serie	75% del capital de la serie	75% del capital de la serie
Materias reservadas (varios bonos/series)	85% del capital agregado de todas las series y 66 ² / ₃ % del capital de cada serie individual afectada por la modificación	1. 75% del capital agregado de todas las series; o 2. 66 ² / ₃ % del capital agregado de todas las series y el 50% del capital de cada serie individual afectada por la modificación	66 ² / ₃ % del capital agregado de todas las series y el 50% del capital de cada serie individual afectada por la modificación

Fuente: elaboración propia en base a contratos de deuda de Argentina y Proyecto de Ley.

³² Esta opción está planteada en el proyecto de cláusulas de la ICMA (International Capital Markets Association) en 2014 (disponible en: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/collective-action/>)

³³ Los contratos asociados al Canje 2005 y 2010 pueden consultarse en [este](#) y [este](#) link. Por su parte, el contrato asociado a los bonos del programa 2016 y 2017 pueden consultarse [aquí](#).

Las mayorías exigidas en el marco del contrato de bonos por el programa 2016 y 2017 tienden a ser más laxas que aquellas exigidas por los contratos de los Canjes 2005 y 2010, en línea con las prácticas más modernas. Esta diferencia es notoria cuando se pretende modificar una materia reservada para varios bonos o series, siendo este el caso relevante para realizar el reperfilamiento mencionado en el apartado anterior. Bajo el contrato más reciente, si Argentina quisiera extender los plazos de pago del capital, debería conseguir el apoyo de acreedores por el 75% del capital de los bonos sujetos al reperfilamiento, o bien el 66^{2/3} % del capital agregado con, al menos, el 50% del capital de cada serie que se busque reperfilear. De todas formas, vale destacar que los bonos atados al contrato del Canje 2005 y 2010 tienen plazos de vencimiento extensos, por lo que difícilmente serían un objetivo central de la estrategia de reperfilamiento³⁴.

Por su parte, el Proyecto de Ley de CAC para los bonos ley argentina presenta un esquema muy similar al contrato del programa de bonos externos 2016-17, aunque presenta algunas dimensiones propias que vale la pena enfatizar. En primer lugar, el proyecto de CAC del Poder Ejecutivo no hace distinción entre materias “reservadas” y no “reservadas”, estableciéndose un único umbral de mayorías exigidas para tratar modificaciones. En segundo lugar, a la hora de modificar varios bonos, se aprecia que la cláusula de agregación dispone el esquema del doble umbral (a nivel agregado e individual de cada serie) y no incorpora un criterio de mayoría agregado (más exigente) que pueda aplicarse como alternativa en caso de no juntar el 50% del capital de cada serie. Finalmente, cabe destacar que el proyecto prevé que las tenencias de bonos en manos del sector público (incluido el Fondo de Garantía de Sustentabilidad) no serán consideradas a los fines del cómputo de las mayorías. Esta última disposición busca generar un entorno “amigable” para la negociación asegurando a los inversores que el gobierno no forzará las mayorías necesarias haciendo uso de carteras bajo su control.

4. Comentarios finales

La política fiscal durante el período 2015-2019 presentó dos fases bien diferenciadas: la fase del gradualismo (2016-2017) y la fase de shock como respuesta al frenazo de capitales que comenzó en 2018 y continúa hasta septiembre de 2019. Frente a la imposibilidad de continuar financiando los niveles de déficit existentes, el gobierno apeló al FMI y suscribió en junio de 2018 el mayor programa en la historia del organismo con la Argentina. Durante la fase de shock, el déficit primario se redujo velozmente combinando un recorte de gasto que recae sobre la gran mayoría de las funciones del Estado, con el uso de medidas de ingresos de carácter extraordinario. Si bien la brecha primaria se encontraría próxima a cerrarse resta un arduo camino por recorrer para consolidar la mejora de las cuentas fiscales.

El acuerdo de stand-by con el FMI fue motivo de sucesivas reformulaciones y hoy se encuentra interrumpido. Este acuerdo, en sus diferentes configuraciones, es uno de los elementos centrales que atraviesa la segunda fase. Concebido con los objetivos de inducir un descenso de la tasa de inflación, evitar un sobreajuste del tipo de cambio, y cubrir el programa financiero, el programa parece haber fallado en estos frentes. Adicionalmente,

³⁴ Los bonos Discount en dólares comienzan a amortizar capital en 2024, mientras que los bonos Par en dólares comienzan a amortizar en 2029.

en las circunstancias actuales donde se ha hecho uso de la mayor parte del paquete financiero provisto por los organismos multilaterales, el gobierno se encuentra ante la necesidad de reperfilarse la deuda pública ante la falta de acceso al mercado.

En el plano fiscal, el PPN 2020 ofrece algunos indicios sobre cómo podría continuar el ordenamiento de las cuentas públicas, pero omite dar respuesta a tres cuestiones centrales: (i) cómo se realiza un necesario rebalanceo del gasto necesario para el crecimiento (mayor inversión pública destinada a infraestructura), (ii) cómo se consolida la reducción de déficit primario ante la presencia de gasto indexado y (iii) cómo se resuelven los efectos adversos (fiscales e inflacionarios) de las medidas anunciadas durante el último trimestre de 2019. Todo lo anterior se da en un marco en el que los márgenes de maniobra de la próxima administración no lucen *a priori* holgados.

En el plano financiero, resta avanzar en dos negociaciones desafiantes y que habrán de estar entrelazadas. Por un lado, deberá renegociarse el acuerdo con el FMI ante la imposibilidad de acceder al mercado para cubrir los abultados vencimientos de capital con el organismo. Es una pregunta abierta si esta reaproximación al organismo seguirá bajo el marco de un acuerdo *stand-by* o si se optará por un programa de diferente formato. Esto abrirá la puerta a una discusión sobre el programa macroeconómico para los próximos años. Por otro lado, se abrirá una renegociación con los acreedores privados que probablemente cuente con la cooperación del FMI. Si bien el proyecto de CAC permite entrever parte del camino trazado, el recorrido recién se inicia.

Parece claro que estos desafíos difícilmente puedan encararse sin un abordaje integral. La viabilidad de un nuevo programa con el FMI y el reperfilamiento de la deuda pública no podrá conseguirse sin que la economía retome rápidamente la senda de la recuperación y, luego, del crecimiento. Volver a crecer es condición necesaria para cualquier programa que aspire a la sostenibilidad fiscal y financiera. Recuperar el crecimiento, bajar la inflación, y mostrar una trayectoria fiscal-financiera sostenible que generen confianza requiere una aproximación en múltiples frentes. Será prioritario entonces que el próximo gobierno dé forma a un programa macroeconómico en el que se articulen las políticas fiscal, monetaria, cambiaria, financiera y de ingresos —un acuerdo de precios y salarios— que cuente con el aval del FMI y que ofrezca una base sólida para el reperfilamiento de la deuda pública con los acreedores privados.

Referencias

- Carciofi, R., & Carreras Mayer, P. (2018). *Presupuesto 2019: déficit primario cero y el replanteo de la estrategia fiscal. Informe de Monitoreo y Evaluación*. Buenos Aires.
- Cosentino, A., Isasa, M., Carreras Mayer, P., De Achaval, F., Dall'O, F., & Coretti, M. (2017). *Crisis y Reestructuraciones de Deuda Soberana: una visión sistémica desde la perspectiva de los mercados emergentes*. Buenos Aires, Argentina: EUDEBA.
- Enderlein, H., Trebesch, C., & von Daniels, L. (2012). Sovereign debt disputes: A database on government coerciveness during debt crises. *Journal of International Money and Finance*, 31(2), 250-266. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.11.011>
- FMI. (2014). *The Fund's lending framework and sovereign debt - preliminary considerations*.
- Ministerio de Hacienda. (2018). *La Reforma Tributaria Argentina de 2017*.
- Rapetti, M. (2017). La macroeconomía del gradualismo. Recuperado a partir de <https://www.cippec.org/textual/la-macroeconomia-del-gradualismo/>
- Rapetti, M. (2018). *Los desafíos macroeconómicos tras el acuerdo con el FMI. Documento de Políticas Públicas/Análisis N°208*. Buenos Aires.
- Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2008). Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005. *Journal of International Money and Finance*, 27(5), 780-805. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.04.014>
- Zettelmeyer, J., Trebesch, C., & Gulati, M. (2013). The Greek debt restructuring: An autopsy. *Economic Policy*, 28(75), 513-563. <https://doi.org/10.1111/1468-0327.12014>

Acerca de los autores

Ricardo Carciofi: investigador principal del programa de Desarrollo Económico. Master en Desarrollo Económico (Universidad de Sussex) y Licenciado en Economía (Universidad de Buenos Aires).

Pablo Carreras Mayer: coordinador del programa de Desarrollo Económico de CIPPEC. Licenciado y magíster en Economía (Universidad de Buenos Aires).

Martin Rapetti: director del programa de Desarrollo Económico. Licenciado en Economía (UBA) y doctor en Economía (Universidad de Massachusetts, Amherst).

Los autores agradecen la colaboración de **Alejo Sorrentino**, analista del programa de Desarrollo Económico, en la elaboración de este informe.

Para citar este documento: Carciofi, R., Carreras Mayer, P., y Rapetti, M. (octubre de 2019). Presupuesto 2020: ajuste, endeudamiento y futuro incierto. *Informe de Monitoreo y Evaluación*. Buenos Aires: CIPPEC.

Para **uso online** agradecemos usar el hipervínculo al documento original en la web de CIPPEC.

Las **publicaciones de CIPPEC** son gratuitas y se pueden descargar en www.cippec.org. Alentamos que uses y compartas nuestras producciones sin fines comerciales.

La opinión de los autores no refleja necesariamente la posición institucional de CIPPEC en el tema analizado.

INFORMES DE MONITOREO Y EVALUACIÓN

Con los **Informes de Monitoreo y Evaluación**, CIPPEC acerca a especialistas, funcionarios, legisladores, periodistas, miembros de organizaciones de la sociedad civil y a la ciudadanía en general los resultados de la implementación de políticas públicas.

Estos documentos buscan fortalecer el proceso de diseño, implementación y evaluación de las políticas monitoreadas, así como contribuir al mayor control ciudadano sobre los actos de gobierno.

Por medio de sus publicaciones, CIPPEC aspira a enriquecer el debate público en la Argentina con el objetivo de mejorar el diseño, la implementación y el impacto de las políticas públicas, promover el diálogo democrático y fortalecer las instituciones.

CIPPEC (Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento) es una organización independiente, apartidaria y sin fines de lucro que trabaja por un Estado justo, democrático y eficiente que mejore la vida de las personas. Para ello concentra sus esfuerzos en analizar y promover políticas públicas que fomenten la equidad y el crecimiento en la Argentina. Su desafío es traducir en acciones concretas las mejores ideas que surjan en las áreas de **Desarrollo Social, Desarrollo Económico, y Estado y Gobierno** a través de los programas de Educación, Protección Social, Instituciones Políticas, Gestión Pública, Monitoreo y Evaluación, Desarrollo Económico y Ciudades.