

Nueva emergencia, viejos problemas

Primeros pasos de la nueva gestión

Informe Mensual N° 127
30 de diciembre de 2019

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo

g.lorenzo@lcsa.com.ar

Melisa Sala

Economista jefe

m.sala@lcsa.com.ar

Antonela Vitola

Analista

info@lcsa.com.ar

Julia Segoviano

Economista


j.segoviano@lcsa.com.ar

Emilia Calicibete

Analista

e.calicibete@lcsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA
(+5411) 4862 8992
info@lcsa.com.ar

www.lcsa.com.ar
[@lcsamedia](https://twitter.com/lcgmedia) 

Editorial

- Otra vez el país se encuentra bajo emergencia, pero en esta oportunidad no es sólo económica sino de todo tipo. Esto da cuenta de los desequilibrios e inequidades que Argentina viene acumulando desde hace más de 2 o 3 mandatos presidenciales. El estado de gravedad derivó en un impuestazo disfrazado de ley de solidaridad, que elevó en torno a 2 pp del PBI la presión tributaria. El esfuerzo que se le pide al sector privado está en línea con la situación de fragilidad que presentan las cuentas fiscales. Pero vale decir que se suma a otros innumerables pedidos de esfuerzo al sector privado que no llegaron a buen puerto; de hecho los problemas estructurales que hoy enfrenta la economía argentina son los mismos desde hace 50 años.
- La discrecionalidad que adquiere el Poder Ejecutivo gracias a la ley de emergencia es muy grande, no sólo en facultades, sino en recursos: \$600.000 M. La orientación del plan de emergencia está dirigida a darle la facultad al Ejecutivo de ajustar o soltar la válvula de las jubilaciones en medio de las negociaciones con acreedores.
- Quedan dudas acerca de la efectividad del plan para lograr una reactivación. Lo que parece, más bien, es que se buscan dos objetivos bien claros. El primero es mostrar discrecionalidad del gasto para reflejar que el mismo agente que negocia la deuda, maneja el déficit fiscal y por lo tanto la capacidad de pago. El segundo es cortar la inercia inflacionaria. Esto último, si bien es necesario desde el punto de vista macroeconómico, elimina la posibilidad de que las jubilaciones que ya devengaron un aumento del 25% tengan recomposición asegurada por sobre la inflación.
- En cuanto a la reactivación de la economía, en todo caso será producto de una serie de distorsiones que se generan gracias a la implementación de nuevas medidas. El cepo y el impuesto País generarán incentivos en algunos sectores (construcción, turismo, etc.). Las tasas de interés pasivas negativas generarán menor demanda por activos financieros y más activos reales...

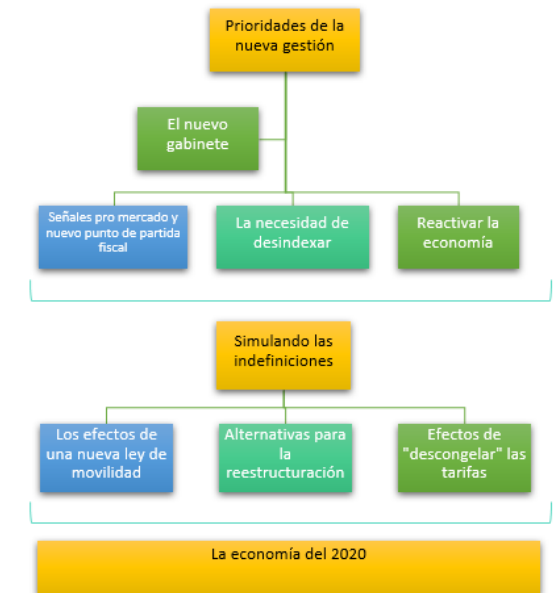
Editorial

... Si bien la tasa de interés de política monetaria se ubicará por encima de la inflación, la que recibe el ahorrista pierde contra la suba de precios fomentando el consumo, pero destruyendo el ahorro.

- El programa integral que prometió enviar el Ministro M. Guzmán dista mucho de ser la ley de emergencia. Queda por resolver qué política cambiaria y monetaria adoptará la Argentina, cuál es el sendero del gasto, déficit y crecimiento buscado para hacer sostenible la deuda pública, cuál será el alcance del prometido Acuerdo Social y fundamentalmente falta saber qué va a suceder luego de los 180 días donde se congelaron tarifas y se suspendió la ley de movilidad jubilatoria.
- El lastre para el sector privado puede ser grande y la sociedad podría no estar dispuesta a convalidarlo. Más aún si Argentina logra retrasar pagos de vencimientos de capital e intereses durante 2 o 3 años y durante ese período debe mostrar una extrema prudencia fiscal para recuperar acceso a los mercados de créditos sin que la economía termine de abandonar su estancamiento secular.

La solidaridad es el apoyo voluntario incondicional a alguna causa. El filósofo y escritor E. Hubbard decía que los hombres son ricos sólo en la medida de lo que dan. Como sea, en todo caso la solidaridad es voluntaria, no funciona en forma compulsiva. El sector privado sin ver gestos de la clase dirigente difícilmente esté dispuesto a seguir financiando el gasto con solidaridad si no mejora su bienestar. Menos aún después de recibir promesas de cambio de rumbo durante la reciente campaña.

Esquema del informe



El nuevo gabinete

Haciendo equilibrio

- Alberto Fernández llega al poder con escasa legitimidad de origen. Conformar un gabinete en esas circunstancias es un arte. Lejos de formar un gabinete impuesto por otros, ha demostrado poder integrarlo en los puestos claves con su propia gente.
- La sorpresa en Economía, M. Guzmán, le terminó de dar una impronta mucho más racional a la conducción del equipo económico de lo que fueron las promesas de campaña. El paquete de medidas que fue a parar en un trámite *express* en ambas cámaras denota mayor prudencia fiscal que la esperada inicialmente. Aún así, resta conocer el programa integral que ha prometido enviar por escrito.

Prioridades de la nueva gestión

- La nueva administración debe avanzar en al menos tres direcciones con cierta premura:
 - 1. arreglar la cuestión de la deuda dada la carga de vencimientos y la imposibilidad de refinanciarlos;**
 - 2. desindexar la economía para cortar un inercia inflacionaria que viene siendo cada vez más elevada; y**
 - 3. reactivar la actividad que sumaría ya 3 años consecutivos de recesión.**

1. La cuestión de la deuda: señales pro-mercado

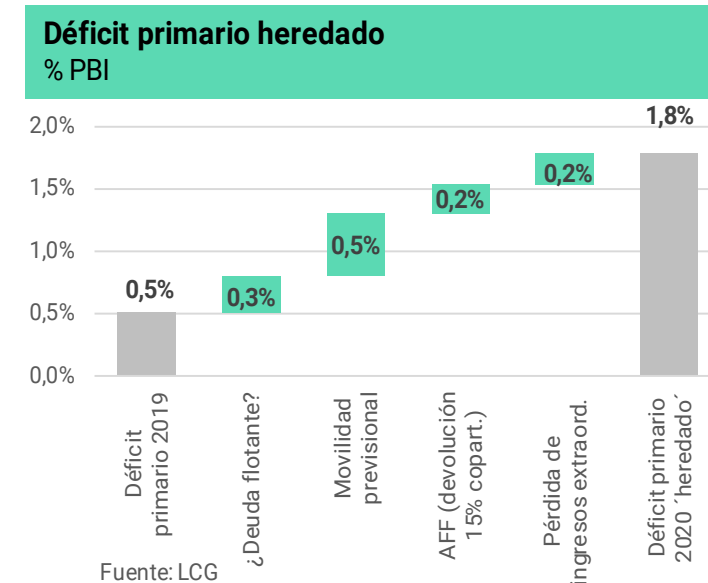
Ley de emergencia

- La ley de emergencia plasma la intención del Gobierno de **sanear las cuentas públicas aún en un contexto de marcada fragilidad social**. Así, el discurso parece ir por un lado, apelando a la solidaridad de la parte de la sociedad en situación más holgada, y las acciones, reflejadas en la Ley, van por otro.
 - **En total, a partir de la ley de emergencia, el Gobierno Nacional contaría con recursos adicionales equivalentes a 1,8% del PBI y, entendemos que podría ahorrarse en torno a 0,6% del PBI ajustando el gasto previsional bajo el lema de la “solidaridad” .**
 - **No obstante, parte de esta mejora podrá licuarse si se apela al congelamiento de tarifas. El costo fiscal que no habilitar aumentos tarifarios en electricidad, gas y transporte en 2020 equivale a un mayor gasto en subsidios por 0,5% PBI.**
 - **Así, Ley de Emergencia mediante, de cara a 2020 el Gobierno Nacional dispondría de recursos netos adicionales por 1,8% del PBI (1,8% por mayores ingresos y 0,1% a partir de menor gasto).**
- Además, el Gobierno abrió la posibilidad de ampliar las fuentes de financiamiento con el fin cubrir el gap financiero: 1) colocará una Letra al BCRA por US\$ 4.571 M para pagar deuda en moneda extranjera, y 2) amplió el margen para colocar deuda pública en el FGS elevando el límite de activos públicos de 50% a 70% del total de la cartera.

1. La cuestión de la deuda: efectos fiscales de la Ley de emergencia

	\$\$M	%PBI	
TOTAL INGRESOS	554.079	1,8%	
Impuesto para una Argentina Inclusiva y solidaria (PAÍS)	226.800	0,7%	Tasa del 30% al consumo y atesoramiento en moneda extranjera
Tarjeta de crédito y turismo	126.000	0,4%	
Venta moneda extranjera	100.800	0,3%	
Derechos de exportación	200.000	0,6%	Se fija tope de 30% para complejo sojero; 12% para primarios; 8% para minería e hidrocarburos, y 5% para economías regionales, industriales y servicios. Y autorización para subir 3 pp adicionales
Bienes personales	47.150	0,1%	Se incrementan alícuotas sin aumentar el MNI. Se autoriza a gravar con el doble de la tasa máxima activos en el exterior. Recaudación total estimada: \$ 115.000 M (41% corresponde a Nación; el resto a provincias)
Contribuciones patronales	80.000	0,3%	Se congela la situación actual (se interrumpe la unificación de las alícuotas prevista en 19,5% y la suba del MNI)
Ganancias	16.064	0,1%	Se congela la alícuota en 30% para ganancias de empresas. Se difiere el cómputo del ajuste por inflación (de 1/3 a 1/6). Recaudación total estimada: \$ 40.000 M (40% corresponde a Nación; el resto a provincias)
Tasa de estadística	11.000	0,0%	Se eleva la tasa estadística de 2,5% a 3%
Reintegro IVA	-6.935	0,0%	Destinados a beneficiarios de planes sociales como Hacemos Futuro y otros proyectos productivos comunitarios. Costo total estimado: \$ 15.000 M (46% a Nación)
Moratoria AFIP	-20.000	-0,1%	Para deudas impositivas, previsionales y aduaneras para MiPYME. Costo total estimado: - \$40.000 M (50% Nación)
TOTAL GASTO PRIMARIO	-21.529	-0,1%	
Bonos Jubilados de la mínima + Pensiones no contributivas	21.056	0,1%	Solo se considera el gasto correspondiente a 2020 (\$ 5000 en enero)
Suspensión y cambio de la Ley de Movilidad	-198.585	-0,6%	En el ejercicio asumimos aumentos trimestrales del 10% para jubilados de la mínima y suma fija equivalente al aumento absoluto de la jubilación mínima para el resto de los haberes
Congelamiento tarifas	156.000	0,5%	Electricidad, Gas y Transporte
TOTAL INGRESOS - GASTO PRIMARIO	575.608	1,8%	

Nuevo punto de partida fiscal para 2020



- En total, la administración del Frente de Todos heredará un desequilibrio primario de 1,8 pp (déficit primario + inercia previsional + AFF con provincias + menores ingresos de capital).
- El paquete de medidas que dispuso la Ley de emergencia alcanzaría para cubrir esta brecha fiscal.

2. La necesidad de desindexar

Suspensión de la movilidad

- Uno de los principales puntos de la ley, sino el más importante, fue el de suspender la aplicación de la ley de movilidad jubilatoria. El actual componente indexatorio de la fórmula de movilidad hace difícil frenar la inercia del gasto público. De hecho, **seguir con el esquema de movilidad actual habría agregado gasto por 0,5 pp del PBI en 2020.**
- Los aumentos de marzo y junio quedan a discreción del PEN y con esto se ha logrado romper, al menos por unos meses, con la fuerte indexación del gasto dando una señal de prudencia en lo fiscal.

Congelamiento de tarifas

- La suspensión de tarifas por 6 meses también sirve para apaciguar la inercia inflacionaria. El problema con estas herramientas es lo que sucede luego de que termina el período de congelamiento. De hecho, **corregir el atraso por el congelamiento propiciado por Cambiemos sumaría 2,7 pp de inflación en 2020**

¿Ancla cambiaria?

- Si bien por el momento existe margen para apreciar levemente el tipo de cambio real, **no es conveniente que la política antiinflacionaria esté fundamentada en el principio de atrasar el tipo de cambio.** De esta manera se perdería uno de los principales pilares de la actual economía: el superávit de cuenta corriente antes de intereses.

Acuerdo de precios-salarios

- Aún faltan precisiones al respecto. Quizás se está demorando más de lo que se hubiera esperado. Una baja monetización y reclamos salariales contenidos por una actividad anémica permiten esa demora en la implementación. **Lo que se esperaba que fuera el ancla de precios fue sustituida por la señal fiscal y monetaria claves para anclar expectativas de consistencia en la política económica.**

3. Reactivar la economía

- Las medidas hasta el momento tienen un claro **sesgo contractivo**. Con suba de impuestos internos, bienes personales, el impuesto PAIS y suspensión de la ley de movilidad por 6 meses, **la economía no recibirá un shock de demanda**.
 - La redistribución del ingreso hacia dentro del sector privado podría dirigir más dinero a quienes tienen una propensión marginal al gasto superior, pero este impacto **juega en la primera vuelta del efecto multiplicador**, no necesariamente será esto lo que reactive la economía
- **INVERSIÓN: es difícil ser optimista**. 40% de capacidad ociosa+ sin demanda que sea percibida como genuina y permanente+ dudas acerca del retiro de dividendos en dólares
- **CONSUMO PÚBLICO: hay poco espacio para ser expansivos**, necesidad de mostrar capacidad de pago.
- **EXPORTACIONES NETAS**: si el tipo de cambio logra mantenerse estable en un nivel competitivo podría traccionar la oferta de bienes transables. Riesgo: tentación de usar el tipo de cambio nominal como ancla para los precios.

Las distorsiones de la macro serán los drivers de crecimiento en 2020

- En todo caso podría esperarse cierta reactivación pero por malas razones, las distorsiones que generan las restricciones impuestas.
 - CEPO: en una versión mucho más dura que el que rigió durante 2011 y 2015, podría orientar demanda hacia bienes durables. Especialmente hacia la construcción
 - TASAS REALES NEGATIVAS vuelcan ahorro a consumo. Es un consumo forzoso, inspirado en tener una tasa de interés inferior a la impaciencia de cualquier agente

Escenario base 2020

Escenario macro

	2016	2017	2018	2019	2020
PBI	-2,1%	2,7%	-2,5%	-2,9%	-2,7%
IPC (Var. %, dic/dic)	40,6%	24,8%	47,6%	55,0%	44,8%
IPC (Var. %, promedio anual)			34,2%	53,8%	50,7%
Tipo de Cambio Nominal (\$/US\$, diciembre)	15,85	18,77	37,81	60,00	83,82
% yoy	21,7%	18,4%	101,4%	58,7%	39,7%
Tipo de Cambio Nominal (\$/US\$, prom. anual)	14,79	16,56	28,11	48,26	71,96
% yoy	59,6%	11,9%	69,8%	71,7%	49,1%
Tipo de Cambio Real Multilateral (dic-01=1, diciembre)	1,30	1,30	1,68	1,75	1,66
% yoy		0,0%	29,4%	3,9%	-5,0%
Tasa de desempleo	7,6%	7,2%	9,1%	10,4%	9,8%
Salarios reales (% yoy diciembre)		1,9%	-11,6%	-8,6%	1,6%
Resultado Fiscal Primario	-343,53	-404,14	-338,99	-110,14	-141,48
%PBI	-4,2%	-3,8%	-2,3%	-0,5%	0,0%
Cuenta Corriente	-15.104,8	-31.597,9	-27.478,8	-8.587,0	-2.447,0
%PBI	-2,7%	-4,9%	-5,1%	-1,9%	-0,6%

Simulando las indefiniciones pendientes

Efectos fiscales de una nueva movilidad en 2020

- La suspensión de la movilidad tiene como objetivo de fondo avanzar en la desindexación del gasto en seguridad social que representa el 40% del gasto primario.
- **Con el esquema vigente, las jubilaciones habría acumulado una suba de 51% en el año (+4,2% real en la punta).** El haber mínimo pasaría de \$ 14.076 hoy a \$ 21.241 en diciembre de 2020; el haber medio a \$ 32.927.
- Por algunas declaraciones de funcionarios del nuevo gobierno entendemos que, al menos al principio, la desindexación del gasto previsional se realizaría **´achatando´ la pirámide de haberes.** Esto iría en línea con el relato de solidaridad, otorgando incrementos proporcionalmente más altos a los beneficiarios de menores ingresos.
- Simulando aumentos trimestrales del 10% para las jubilaciones mínimas, AUH y pensiones no contributivas, y una suma fija equivalente al aumento absoluto de las jubilaciones mínimas para el resto de los haberes, las jubilaciones mínimas acumularían un aumento del 46% anual a diciembre 2020, siendo los únicos que podrían ganarle a la suba de precios (+1% anual real) y el resto promediaría una suba del 18% anual (-18% anual real)

Prestaciones que ajustan por movilidad

AÑO 2020

	Beneficiarios	Movilidad actual \$M	Movilidad propuesta			Costo fiscal 2020	
			BONO** \$M	10% mínima + suma fija al resto*	TOTAL	\$M	% PBI
Gasto jubilaciones y pensiones	5.661.119	2.398.370	14.931	2.207.824	2.222.755	-175.615	-0,56%
Gasto PNC	1.445.531	270.232	7.228	265.092	272.319	2.087	0,01%
Gasto AUH	3.924.734	157726	0	154.829	154.829	-2.898	-0,01%
	11.031.384	2.826.329	22.159	2.627.744	2.649.903	-176.426	-0,6%

Fuente: LCG

* Se asume aumento del 10% trimestral a los beneficiarios de la mínima y suma fija equivalente al aumento absoluto de la jubilación mínima para el resto haberes

** Costo fiscal tiene impacto en 2019 (\$ 29,5 MM) y 2020 (\$ 21,6 MM)

Un incremento acumulado menor al de la Ley de Movilidad vigente (46% vs 51%) y el efecto de licuar el ajuste del resto de los haberes generaría un ahorro fiscal de 0,6% del PBI para todo el año.

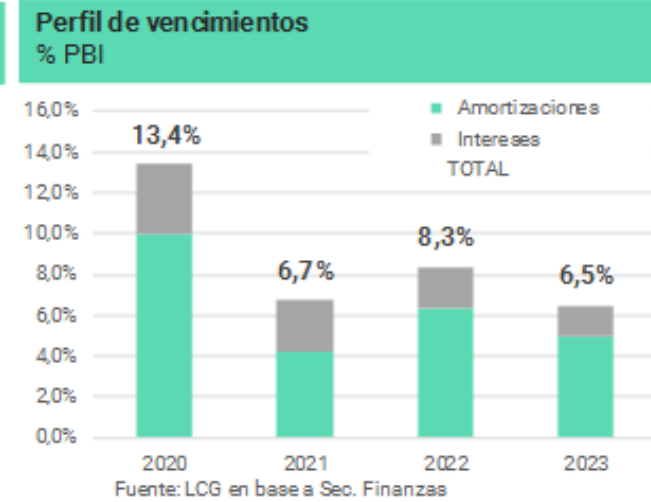
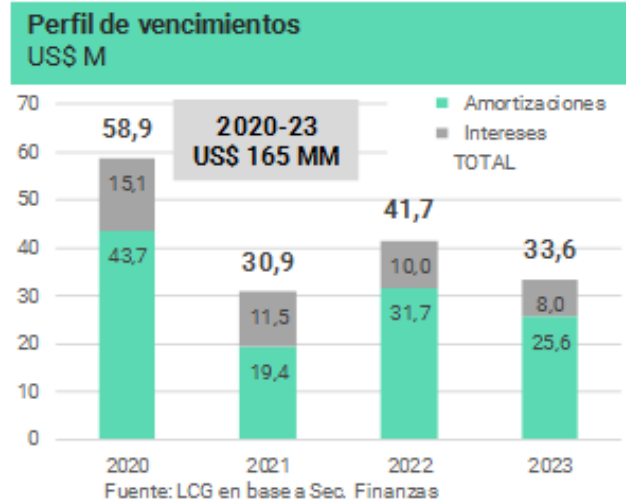
Si bien los supuestos del ejercicio lucen extremos, intentan dar un orden de magnitud al ahorro que el Gobierno podría acceder este año cambiando el esquema de actualización de los haberes. promediaría una suba del 18% anual (-18% anual real)

Simulando las indefiniciones pendientes

Reestructuración de la deuda

Una carga muy pesada

- En 2020 el Gobierno debe enfrentar vencimientos por aprox. US\$ 58,9 MM. Equivale a 13,4% del PBI.
- En los cuatro años de gestión de A. Fernández los servicios de la deuda suman US\$ 165 MM, algo que a todas luces resulta impagable.
- El mercado descuenta una reestructuración, hecho que se refleja en paridades del orden del 60% en los títulos públicos.



UN EJERCICIO SIMPLE

Arreglo con el FMI

- Negociación para avanzar a un Programa de Facilidades Extendidas. no implicará ingresos de recursos frescos, pero permitiría extender el cronograma de repago de 4 a 10 años exigiendo mayores condicionalidades.

Reestructuración con el mercado

- De manera muy simplificada, en el ejercicio concentramos la propuesta en: 1) 10 años amortizable, con cupón del 2,5%; 2) 20 años con cupón de 3,5% y, 3) 30 años con cupón del 3,5% los primeros 10 años y del 4,5% los últimos 20.
- Estos 'bonos nuevos' se presentan para ser canjeados por los actuales que están cotizando en una paridad baja. La propuesta no incluye haircut nominal, solo alargamiento de plazos y cupones acordes al crecimiento histórico de nuestra economía. No obstante, cuentan una quita implícita a partir de sufrir un recorte en el Valor Presente (VP) de los flujos prometidos.

Exit yield

- Refiere a la tasa de descuento a la que podría aspirar Argentina si no estuviera en esta situación de estrés.
- En el ejercicio simulamos el efecto de una exit yield del 14%

Simulando las indefiniciones pendientes

Resultados de un canje amigable

- Las necesidades financieras para el 2020 pasarán de US\$ 58,9 MM a US\$ 30 MM. Implica una reducción del 49% en el próximo año y del 63% promedio en los siguientes tres años.
- La carga de intereses sobre el PBI se reduciría sustancialmente en 2020: de 3,4% con la estructura actual a 1,7% post canje. En los próximos años el alivio de intereses sería 0,6% del PBI.
- la vida promedio de la deuda se extendería algo más de 4 años. Pasaría de 7 años a 11,5 años. De esta manera, el acceso a los mercados de Argentina podrá posponerse por un tiempo y no tendría que salir a financiar los US\$ 58,9 MM que actualmente necesita para 2020.

