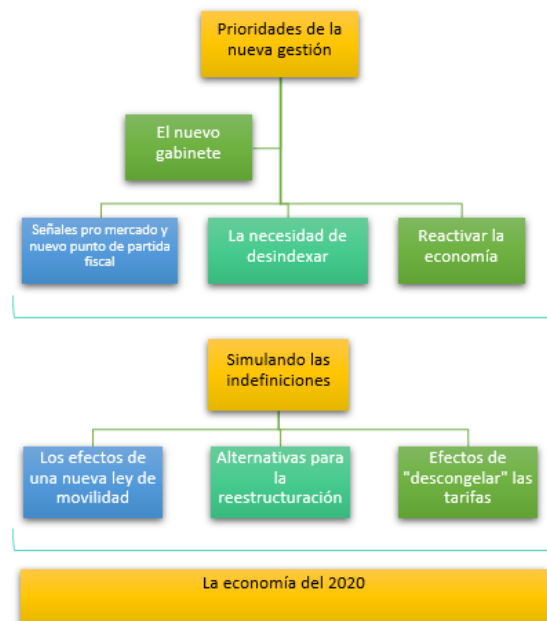


## Nueva emergencia, viejos problemas Primeros pasos de la nueva gestión

### Informe Mensual N° 127

30 de diciembre de 2019

Esquema del informe



**Guido Lorenzo**

Director Ejecutivo  
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

**Melisa Sala**

Economista jefe  
m.sala@lcgsa.com.ar

**Antonela Vitola**

Economista invitada  
info@lcgsa.com.ar

**Julia Segoviano**

Economista  
j.segoviano@lcgsa.com.ar

**Emilia Calicibete**

Analista  
e.calicibete@lcgsa.com.ar

**O**tra 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. 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.

## El nuevo gabinete

### *Haciendo equilibrio*

**Alberto Fernández llega al poder con escasa legitimidad de origen. Conformar un gabinete en esas circunstancias es un arte.**

Contentar a C. Fernández, S. Massa, gobernadores y los propios era una tarea difícil. Lejos de formar un gabinete impuesto por otros, ha demostrado poder integrarlo en los puestos claves con su propia gente. De hecho, nombres como V. Ibarra y G. Béliz (que podrían irritar a la ex presidente) ocupan cargos importantes dentro de la nueva estructura.

S. Massa logró imponer a Malena Galmarini, su esposa, en AYSA y colocó también segundas líneas. Lo mismo esperan recibir los gobernadores mientras se van llenando los espacios de poder. **En el intento de conformar a estas cuatro fuerzas políticas, A. Fernández incluso logró contentar a una quinta arista: R. Lavagna.** El ex ministro acomodó a sus candidatos más visibles y cercanos, como M. Lavagna, M. Tombolini y Z. Biagosch.

**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. En este sentido, los votantes de A. Fernández se pueden sentir defraudados, aunque aún falta conocer el resto del conjunto de medidas que no fueron mencionadas en la ley ómnibus.

M. Guzmán lucía como un no favorito por el mercado, pero sus primeras declaraciones fueron acertadas para los tenedores de deuda, lo cual le ha permitido empezar la negociación con el pie derecho. Quizás sin ser el Súper Ministro que pretendía, A. Fernández logró imponer su impronta de prudencia fiscal y se estableció en todo el gabinete un discurso en línea con lograr la sostenibilidad fiscal y reordenar las cuentas públicas. Apenas van pocos días de gestión, pero el paquete de medidas que fue a parar en un trámite express en ambas cámaras

fue en esa dirección. Lo que falta es conocer el programa integral que ha prometido enviar por escrito.

**Hasta el momento, ha aprovechado la prerrogativa que le otorgan los primeros 100 días de gestión, pero reiteramos que en algún momento deberá contentar a su electorado y no alcanzará simplemente con el doble discurso y la necesidad de ser solidarios.**

Si la economía no empieza a dar signos de recuperación podrían generarse tensiones. H. Moyano no recibió espacios de poder en el gabinete, al igual que J. Grabois. Sin embargo, el tema de la deuda es tan apremiante que el flamante Ministro tendrá tiempo para resolver ese problema antes de recibir reclamos.

## 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**

Corridas apenas dos semanas de gobierno, **la nueva administración envió señales contundentes al mercado financiero sobre su intención de sanear las cuentas públicas aún en un contexto de marcada fragilidad social.** De ahí que el discurso va por un lado, apelando a la solidaridad de la parte de la sociedad en situación más holgada, y las acciones, reflejadas en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva enviada al Congreso, van por otro.

Además de la marcada suba de impuestos, por el texto de la ley se anticipa un atraso de los haberes jubilatorios a raíz de la suspensión de la Ley de Movilidad, habilitando un proceso de desindexación del gasto público. Habrá que ver cuál es el nuevo esquema de ajuste propuesto.

En el mismo sentido, el Gobierno abrió la posibilidad de ampliar las fuentes de financiamiento con el fin de cubrir el gap financiero. Por un lado, volvió a recurrir a la colocación de una Letra al BCRA por US\$ 4.571 M para pagar deuda en moneda extranjera. Esta opción ya había sido empleada en varias oportunidades por el kirchnerismo desde 2010 vía la constitución del FONDEA<sup>1</sup>. Por otro lado, 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.

**En total, el Gobierno Nacional contaría con recursos adicionales equivalentes a 1,8% del PBI<sup>2</sup> y, entendemos que podría ahorrarse en torno a 0,6% del PBI ajustando el gasto previsional bajo el lema de la “solidaridad” (véase apartado “Los efectos fiscales de una nueva movilidad en 2020”).**

**No obstante, parte de esta mejora podrá licuarse si se apela al congelamiento de tarifas. El costo fiscal de 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).**

### **Nuevo punto de partida fiscal para 2020**

Una de las pocas metas que la gestión Cambiemos podrá mostrar como alcanzada sería la fiscal. Con datos a noviembre, el déficit primario sumaba 0,1% del PBI, cuando el *target* establecido por la gestión anterior con el aval del FMI era 0,5% del PBI (incluyendo los ajustadores de gasto social y de capital).

Aun cuando el último mes del año suele concentrar fuertes desembolsos de gasto (aguinaldo, movilidad, subsidios), era esperable que la meta se cumpliera. Pero habrá que sumar los gastos que la nueva gestión ya anunció, pe. bono de \$ 5.000 a beneficiarios de la mínima<sup>3</sup> y \$

<sup>1</sup> Fondo de Desendeudamiento Argentino.

<sup>2</sup> El paquete de reformas impositivas implica ingresos extras para las provincias por 0,2% PBI

<sup>3</sup> Y un bono equivalente a la cantidad necesaria para que los que cobran más que la mínima reciban un mínimo de \$ 19.076

2.000 a beneficiarios de la AUH con un costo fiscal estimado de casi \$ 30.000 M, 0,14% PBI, para evaluar el efectivo cumplimiento de la meta fiscal. Asimismo es probable que la falta de 'caja' obligue a pasar gasto a 2020 (lo que significa un aumento de la deuda flotante).

## Efectos de la Emergencia

Impacto fiscal Nación

	\$M	%PBI	
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>554.079</b>	<b>1,8%</b>	
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 computo 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)
<b>TOTAL GASTO PRIMARIO</b>	<b>-21.529</b>	<b>-0,1%</b>	
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
<b>TOTAL INGRESOS - GASTO PRIMARIO</b>	<b>575.608</b>	<b>1,8%</b>	

Fuente: LCG

**Pero además de este déficit heredado, tanto los ingresos como el gasto primario tienen una dinámica con inercia ya definida. Por**

Lo pronto, del lado de los ingresos en 2020, según lo establecido en el Acuerdo de Fortalecimiento del Federalismo (AFF), la Nación deberá transferir a las provincias la última cuota de la detracción que la ANSES hacía sobre la coparticipación. **Se trata de 3 pp de la masa coparticipable, que estimamos rondaría 0,2% del PBI en 2020.**

En la misma línea, algunas fuentes de ingresos que dispuso el Gobierno este año difícilmente puedan repetirse el próximo. En 2019 el Gobierno se hizo de ingresos que podrían ser considerados como extraordinarios, pe. la venta de dos centrales térmicas (\$ 44,6 MM, 0,2% PBI), la liquidación de algunas acciones del FGS y el aprovechamiento de las altas tasas de interés que impactaron en el rendimiento de otros activos del FGS. En total, **calculamos que por este motivo se perderían ingresos por 0,2% del PBI en la comparación anual.**

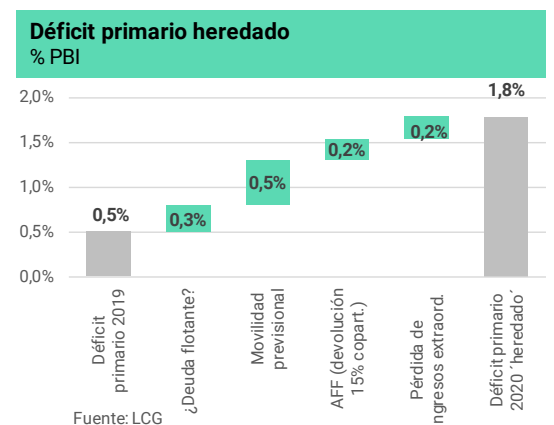
De lado del gasto, **la indexación que impone la Ley de Movilidad suma egresos adicionales por 0,5% PBI;** es decir, sin cambio de la fórmula de movilidad el gasto en seguridad social hubiera sido 0,5% PBI mayor en términos interanuales. Así, el ajuste que se haga a partir de la suspensión que impuso la Ley de Emergencia a la espera de un nuevo esquema de actualización de los beneficios, restará sobre la inercia que conlleva este gasto.

**En total, la administración del Frente de Todos heredará un desequilibrio primario de 1,8 pp. En principio, el paquete de medidas que dispuso la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva alcanzaría para cubrir esta brecha fiscal.**

## 2. La necesidad de desindexar

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.

Si bien la suspensión es injusta con los jubilados que no cobran la mínima por haber sido excluidos del beneficio de los bonos compensatorios, 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.** La capacidad de aprobar una polémica ley de reforma de la fórmula de movilidad justo en el período de recomposición de haberes ha sido parte del arte de la política.

Por otro lado, **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<sup>4</sup>. Lo mismo ocurre con la política cambiaria ya que, 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. Si esto fuera así, se perdería uno de los principales pilares de la actual economía: el superávit de cuenta corriente antes de intereses.

**Desde el plano monetario, las declaraciones de M. Guzmán acerca de que la emisión podría ser desestabilizadora han caído bien en un marco donde la nominalidad podría haber llevado a la economía a un sendero explosivo.** La reducción no agresiva de las tasas de interés también ayudó a estabilizar expectativas. No obstante, esto es algo que aun queda por confirmar ya que sólo en el lapso de dos semanas el directorio del BCRA redujo dos veces el piso de la tasa de referencia.

**Aún faltan las precisiones de un acuerdo de precios y salarios,** cuestión que quizás está demorando más de lo que se hubiera esperado. Sin embargo, 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 distorsiones de la macro serán los drivers de crecimiento en 2020

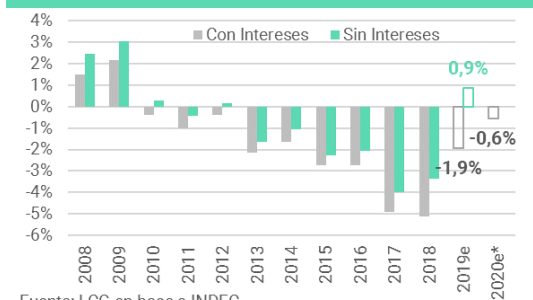
**Las medidas hasta el momento tienen un claro sesgo contractivo. La suba de impuestos internos, bienes personales, el impuesto**

<sup>4</sup> Implicaría un aumento del 58,6% en el caso de las tarifas eléctricas y del 34% en el caso de las facturas de gas.

**Tipo de cambio real multilateral**  
Índice base dic-01=1



**Cuenta Corriente**  
% del PBI





**PAIS y la suspensión de la ley de movilidad por 6 meses son indicios de que la economía no recibirá un shock de demanda.** Las medidas tendientes a colaborar con frenar la recesión, como la imposición de la doble indemnización, no recomponen la demanda, sino que apenas pueden hacer que la economía detenga su caída.

Dentro de la ley de emergencia hay un artículo que faculta al ejecutivo a otorgar aumentos de sueldo a los privados. Aumentos que en un contexto de inflación podrían hacer surgir el efecto de la ilusión monetaria. Esto daría solo la sensación de una economía que se recupera cuando los mismos se hagan efectivos.

**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 sólo en la primera vuelta del efecto multiplicador.** Así, no necesariamente esto será lo que reactive la economía. En un punto, estas medidas nuevamente son contractivas, ya que están dirigidas a sanear las cuentas fiscales y redistribuir hacia dentro del sector privado.

**En todo caso podría esperarse cierta reactivación pero por malas razones, es decir por las distorsiones que generan las restricciones impuestas. El cepo,** en una versión mucho más dura que el que rigió durante 2011 y 2015, podría orientar **demandas hacia bienes durables.** Especialmente hacia la construcción. De todas formas, en esta oportunidad el tipo de cambio, a diferencia del período mencionado, no se encuentra en un nivel atrasado, por lo que las ganancias en dólares de las empresas no serán lo suficientemente prominentes como para pensar en hundir un gran capital en el país en forma de inversiones alternativas.

De la política fiscal y monetaria hiper contractiva del programa del FMI parece borrarse el sesgo anti-inflacionario de esta última. Con tasas de política que empardan o están levemente por encima de la inflación esperada, **las tasas pasivas se tornan negativas.** Esas 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, pero, aunque esta decisión podría detener la caída del consumo privado, no creemos que logre reactivarla. Hay que recordar que la experiencia pasada de intentar frenar la demanda vía aumento

de tasas de interés no fue efectiva porque el canal del crédito en Argentina es bastante acotado (9% del PBI). Si el instrumento funciona en forma simétrica, tampoco elevará sustancialmente la demanda de consumo.

**Respecto a la inversión, es difícil ser optimista.** En primer lugar, existe más de un **40% de capacidad instalada ociosa**, por lo que antes de que llegue la inversión será necesario poner a andar el capital instalado. Por otro lado, las dudas acerca de poder retirar dividendos en dólares demoran las decisiones de las empresas. Pero quizás más importante a todo esto es que sin demanda que sea percibida como genuina y permanente en los mostradores, difícilmente la inversión privada reaccione.

**El consumo público** es otro de los elementos que el ejecutivo podrá ir controlando para demostrar que tiene las cuentas públicas ordenadas. **Hay poco espacio para ser expansivos en un contexto donde hay que mostrar capacidad de pago.** De hecho, esperamos una licuación del gasto en funcionamiento y apenas repetir los valores de este año en términos de PBI para los gastos de capital.

**Las exportaciones son el componente que podría aportar algo de dinamismo para 2020. Si el tipo de cambio logra mantenerse estable en un nivel competitivo podría traccionar la oferta de bienes transables.** El riesgo aquí es la tentación de usar el tipo de cambio nominal como ancla para los precios. No obstante, confiamos en que ello será un aspecto cuidado por la administración Guzmán-Pesce, principalmente debido al compromiso sobre el que insistió el primero en tener una economía con superávits gemelos. En un contexto con la actividad aún mostrando guarismos negativos es esperable que los gastos de importación se reduzcan.

## Simulando las indefiniciones pendientes

### 1. *Efectos fiscales de una nueva movilidad en 2020*

La Ley de Emergencia suspendió los ajustes previstos por la Ley de Movilidad por un plazo de 180 días y creó una “Comisión” con representantes del Ministerio de Economía, del Ministerio de Trabajo y miembros de las comisiones del Congreso para elaborar un nuevo esquema de actualización de los haberes previsionales que incluya criterios de solidaridad y redistribución. Un organismo similar, con el nombre de Consejo de Sustentabilidad Previsional, ya había sido previsto en la Ley 27.260 del Programa Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados, pero nunca llegó a estar operativo, ni siquiera al momento de modificarse la fórmula de movilidad original por la actual en diciembre 2017. **Más allá de las formalidades y el discurso que apunta a la solidaridad, se entiende que el objetivo de fondo es avanzar en la desindexación del gasto en seguridad social que representa el 40% del gasto primario.**

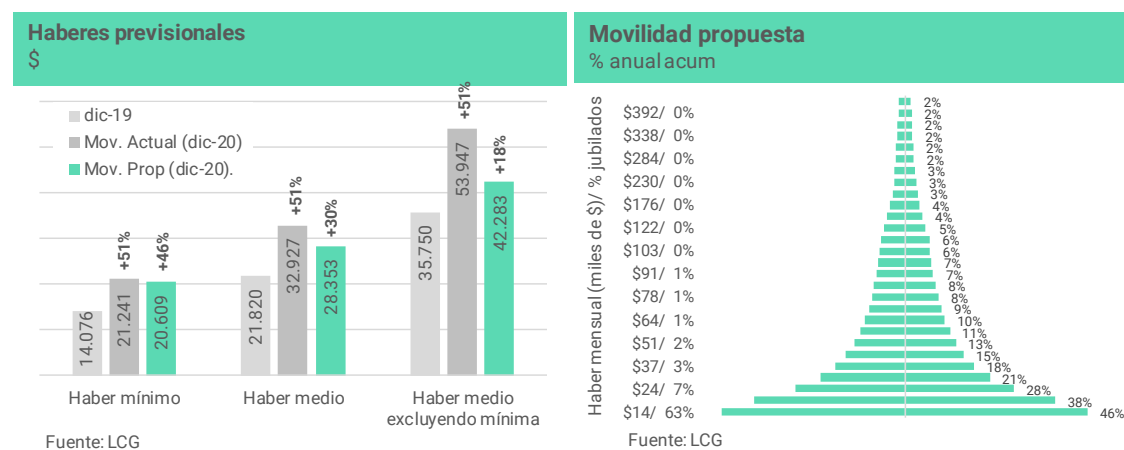
El esquema de movilidad vigente contempla ajustes trimestrales que reflejan la dinámica de precios y salarios (en una proporción 70%-30%) con un semestre de rezago. Así, de no haberse suspendido, los ajustes que hubieran correspondido en marzo y junio 2020 habrían sido 11,8% por lo ocurrido en el 3T-2019 y de 10,8% por lo ocurrido en el 4T-2019, respectivamente. Dada nuestra proyección de inflación para 2020 (converge a niveles del 45% anual a diciembre) y asumiendo que los salarios empatan la dinámica de los precios recién hacia fines de año (-4,5% real en promedio anual), los ajustes de septiembre y diciembre 2020 deberían haber estado en torno a 10,2% y 10,7%, respectivamente.

**Así las cosas, el total de las jubilaciones habría acumulado una suba de 51% en el año, lo que implicaría una mejora de 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 y excluyendo el mínimo a \$ 53.947.**

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 pro-**

**porcionalmente más altos a los beneficiarios de menores ingresos.** El ejercicio que presentamos a continuación avanza en ese sentido, simulando aumentos trimestrales del 10% para las jubilaciones mínimas, AUH y pensiones no contributivas<sup>5</sup>, y una suma fija equivalente al aumento absoluto de las jubilaciones mínimas para el resto de los haberes.

Si este fuera el caso, los haberes mínimos acumularían un aumento del 46% anual a diciembre 2020, siendo los únicos que podrían ganarle a la suba de precios (+1% anual real). El resto de los haberes promediaría una suba del 18% anual (-18% anual real), aunque con una marcada dispersión que iría desde 38% anual para los haberes no mínimos más bajos a sólo 2% anual para los más altos. Es el efecto de otorgar una suma fija de \$ 6.500 en todo el año.



**Un incremento acumulado menor al establecido por la Ley de Movilidad vigente (46% vs 51%) y el efecto de licuar el ajuste del resto de los haberes otorgándoles una suma fija generaría un ahorro fiscal de 0,6% del PBI para todo el año. Si bien los supuestos del ejercicio pueden parecer extremos, lo que intenta es dar un orden de magnitud al ahorro que el Gobierno podría acceder este año cambiando el esquema de actualización de los haberes.**

<sup>5</sup> Todos estos beneficios se ajustan por movilidad

### 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%
	<b>11.031.384</b>	<b>2.826.329</b>	<b>22.159</b>	<b>2.627.744</b>	<b>2.649.903</b>	<b>-176.426</b>	<b>-0,6%</b>

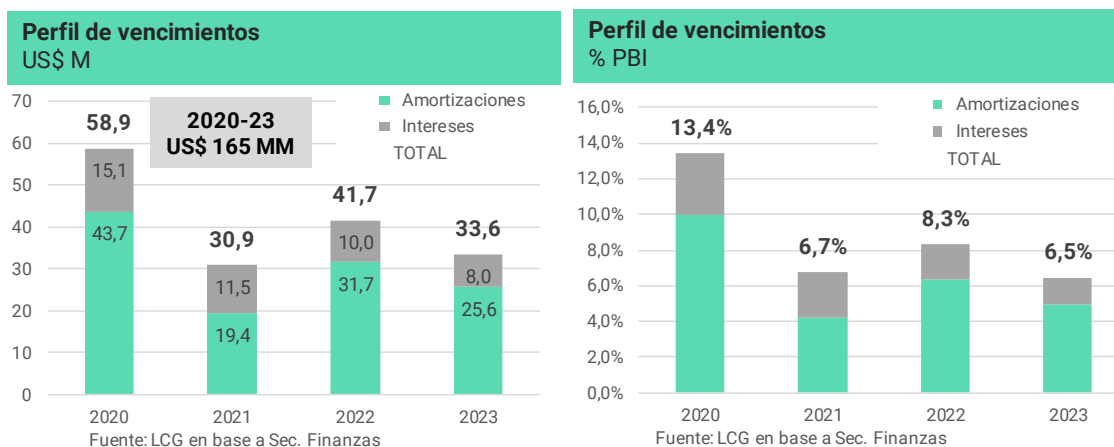
Fuente: LCG

\* 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)

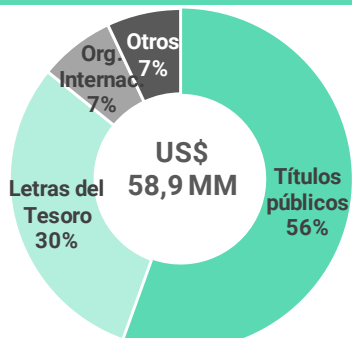
## 2. Reestructuración de la deuda

En 2020 el Gobierno debe enfrentar vencimientos por aproximadamente US\$ 58,9 MM<sup>6</sup>. 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.



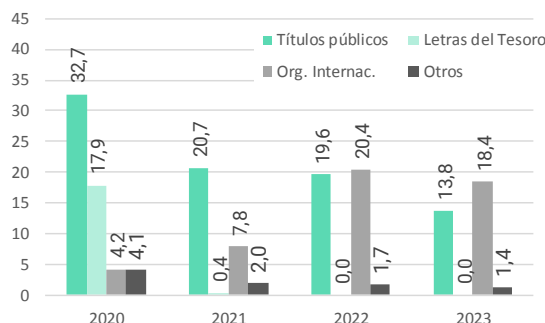
<sup>6</sup> Información pública al 30-junio-2019 actualizada con tipo de cambio AR\$/US\$ y coeficiente CER al día de la fecha.

**Vencimientos de deuda en 2020**  
% total



Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

**Vencimientos de deuda**  
US\$ MM



Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

**Las primeras señales del Gobierno para acercar posiciones con los acreedores han sido elocuentes.** La ley de emergencia reflejó un carácter más conservador del gobierno en términos fiscales que el imaginado inicialmente, algo que el mercado tomó bien, de ahí el repunte de más de 20% de los títulos públicos en los últimos días y la caída del riesgo país por debajo de los 1800 puntos.

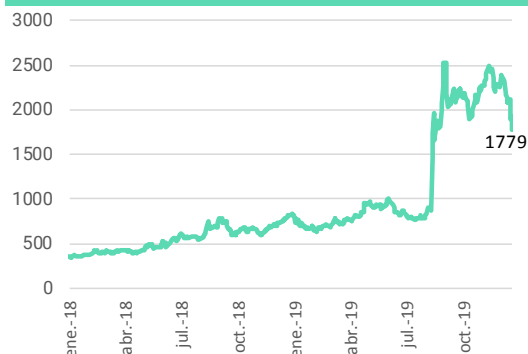
Por otro lado, disponer de US\$ 4.571 M por la habilitación del financiamiento del BCRA podría ser el reflejo de la voluntad de pago por parte del Gobierno. No obstante, esta suma es poco relevante en términos de vencimientos porque sólo alcanzaría para cubrir los pagos en moneda extranjera correspondientes a los primeros tres meses del año (o a lo sumo cuatro si se considera exclusivamente la deuda con el mercado dejando de lado la intra sector público).

**Aún habiendo re-reperfilado los vencimientos de letes hasta agosto 2020, los pagos por deuda con el mercado y algunas dependencias del sector público durante el primer trimestre suman US\$ 4.400 M por deuda denominada en moneda extranjera y US\$ 6.500 M por deuda en pesos.**

**El riesgo de reestructurar sólo postergando pagos**

Poco se conoce sobre el plan de reestructuración de la deuda que tiene del Ministro M. Guzmán. A grandes rasgos se especula con una reestructuración 'friendly' que únicamente contemple la postergación de los pagos de capital e intereses por dos o tres años con el propósito de dar aire a la economía, aliviando el ajuste fiscal que demandarían

**Riesgo País Argentina**  
Índice EMBI



Fuente: LCG en base a Bloomberg

los pagos de la deuda, y generando las condiciones básicas para crecer de manera sostenida.

No obstante, **aun cuando se avance en ese sentido, no está claro que la propuesta resulte suficiente.** Parece difícil que corridos tres años el país alcance a producir los fondos necesarios para poder pagar la deuda postergada, aun cuando un canje exitoso le permita recurrir nuevamente a los mercados. **Y en ese caso los problemas de liquidez podrían volver a surgir más temprano que tarde.**

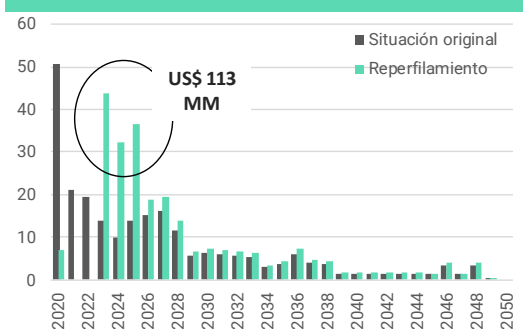
Un simple ejercicio permite reflejar esta cuestión. Dejando de lado los tecnicismos que supone la variedad de monedas y legislaciones bajo las cuales está denominada la deuda y asumiendo que...

- *los títulos públicos cuyos servicios deben ser reestructurados mantienen la estructura original y que los vencimientos de intereses y capital correspondientes a 2020-22 se capitalizan, aumentando el outstanding de cada bono;*
- *por los títulos y letes que deberían liquidarse dentro de este período (pe. AO20; AD20; AA22, etc) se otorga otro título con vencimiento en 2025, amortizable desde 2023, con un cupón de 2,5% anual; y*
- *las lecaps, lecer y lelink se honran en tiempo y forma, después de haber sido reperfiladas por la gestión anterior. Suman casi US\$ 7 MM valuadas al tipo de cambio actual.*

... la deuda sujeta a reestructuración (títulos y letras) pasaría a concentrarse otra vez en un plazo muy corto. **Entre 2023 y 2025 recaerían pagos por US\$ 113 MM.**

Y sobre esto deberían sumarse los pagos que deban realizarse al FMI. En este caso, descontamos que el Gobierno negociará un Programa de Facilidad Extendidas, que, aunque no implique fondos frescos, permita extender el cronograma de repago de 4 a 10 años exigiendo mayores condicionalidades. Suponiendo la cancelación de los fondos adeudados en 8 cuotas anuales con dos años de gracia (es decir, se pagaría entre 2022 y 2029), a una tasa del 4% (contra un costo del 2% actual), **entre 2022 y 2025 deberían sumarse vencimientos por US\$ 20 MM adicionales.**

**Servicios de títulos públicos y letes 2020-2050.**  
US\$ MM



Fuente: LCG

Si bien con esta reestructuración la mayor presión de la deuda recaerá sobre la próxima gestión, creemos que **el Gobierno debería avanzar en una negociación más dura con el mercado que incluya una quita implícita mayor a partir de un canje por bonos que reflejen un estiramiento de plazos y cupones acordes al crecimiento histórico del PBI.**

### Retomando nuestro ejercicio previo

En nuestro informe mensual N°125 de octubre 2019, "Despejar para despegar. La necesidad de reestructurar la deuda", habíamos plasmado los resultados de un ejercicio de reestructuración que concentraba el canje en tres bonos: uno a 10 años amortizable y con 2,5% de cupón anual, otro a 20 años con cupón de 3,5% y otro, más largo, a 30 años con cupón del 3,5% los primeros 10 años y del 4,5% los últimos 20. Aunque el ejercicio resulta un extremo en este sentido, la concentración de la oferta en pocos títulos, además del efecto de simplificación, podría responder a la necesidad de dar liquidez al mercado.

Estos 'bonos nuevos' se presentarían para ser canjeados por los actuales que están cotizando en una paridad baja. En línea con lo que explicamos antes, esta propuesta no incluiría *haircut* nominal, solo alargamiento de plazos y cupones acordes al crecimiento histórico de nuestra economía. No obstante, cuentan con una quita implícita a partir del recorte en el Valor Presente (VP) de los flujos prometidos.

Lógicamente, el *haircut* implícito será menor en la medida que el *exit yield* sea más bajo; asumiendo una tasa de salida del 14% anual, la tabla adjunta refleja la quita implícita que supone cada uno de los tres bonos ofrecidos para distintos títulos canjeados.

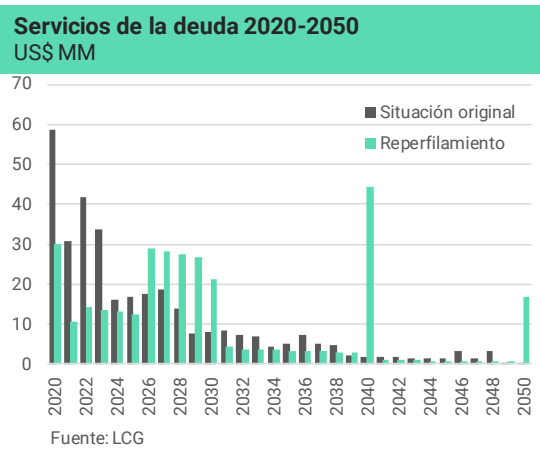
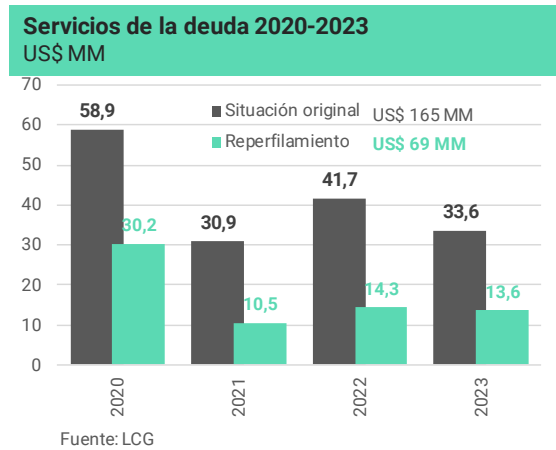
En términos de alivio fiscal, suponiendo que Argentina reestructura los vencimientos con el FMI hacia un Programa de Facilidades Extendidas a 8 años y que logra canjear toda la deuda a un plazo promedio de 20 años, **creemos que el programa financiero para los próximos años se despejaría sensiblemente más que en el caso de posponer los pagos por**

Título Nuevo	10Y (cupón: 2,5%)	20Y (cupón: 3,5%)	30Y (cupón: 3,5% / 4,5% en últ. 20Y)	
<b>AA21</b> (USD; Ley NY; Vto. Orig: 22-4-2021; cupón 6,875%)	A. VP Título Nuevo	47,62	31,55	29,51
	B. VP Título Viejo	93,49	93,49	93,49
	C. Quita implícita (1-A/B)%	49%	66%	68%
<b>AA26</b> (USD; Ley NY; Vto. Orig: 22-4-2026; cupón 7,5%)	A. VP Título Nuevo	47,62	31,55	29,51
	B. VP Título Viejo	76,6	76,6	76,6
	C. Quita implícita (1-A/B)%	38%	59%	61%
<b>AA46</b> (USD; Ley NY; Vto. Orig: 22-4-2046; cupón 7,625%)	A. VP Título Nuevo	47,62	31,55	29,51
	B. VP Título Viejo	59,8	59,8	59,8
	C. Quita implícita (1-A/B)%	20%	47%	51%

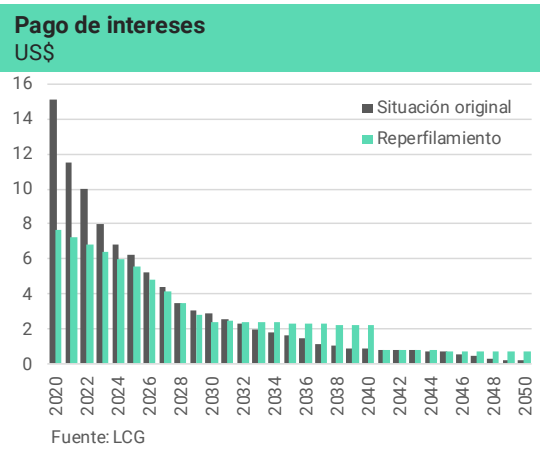
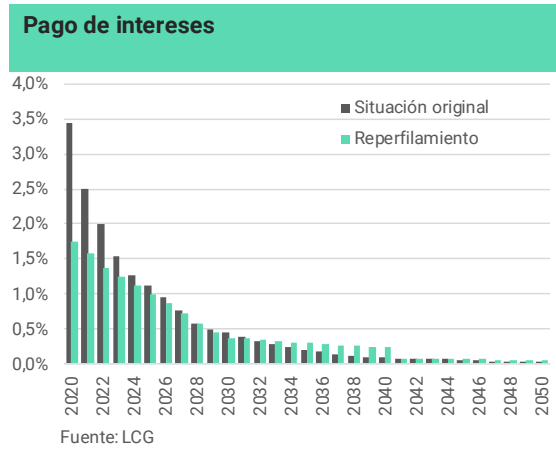
Fuente: LCG



tres años manteniendo la estructura actual de los bonos. 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.



En total 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.

El alivio fiscal (*debt relief*) que implicaría un canje de este estilo resulta de comparar el descuento al presente del flujo futuro del perfil de vencimientos actual contra el valor presente del perfil de vencimientos del escenario hipotético de canje. **En este caso, el alivio fiscal sería de US\$ 53 MM, equivalente a 13,1% del PBI**

### 3. Efectos de “descongelar” tarifas

Una parte de las dudas que había con respecto a cómo iba a proceder la nueva gestión con el congelamiento tarifario heredado por la administración saliente, ya se disiparon. Han optado por dilatar el congelamiento 180 días más.

En el caso de la electricidad, el precio estacional (costo que pagan los usuarios por el consumo de energía, que está subsidiado) se determina trimestralmente. El congelamiento que propició Cambiemos frenó las actualizaciones que debían haberse hecho en mayo, agosto y noviembre y postergó la medida hasta abril del 2020. Como resultado, el precio que se paga hoy por el consumo de energía eléctrica corresponde al fijado para el trimestre febrero/abril 2019.

Con el gas sucede algo similar. El costo de generación del gas, reflejado por el precio en dólares en el Punto de Ingreso al Sistema de Transporte (PIST), surge de una subasta y se pacta su valor en pesos en audiencias públicas. En abril de 2019 se pautó comprar el gas en el PIST a US\$ 4,55 por millón de BTU, pesificado a un tipo de cambio de \$ 41. Ese precio, fue congelado hasta enero de 2020. Con respecto al costo por distribución y transporte, que se actualiza por IPIM cada 6 meses, rige lo pautado en abril 2019, y fue congelado hasta febrero de 2020.

Tanto en electricidad como en gas se dilata el congelamiento por 180 días desde la vigencia de la Ley de Emergencia (23 de diciembre de 2019). Con esta decisión, van a totalizar 14 meses los de atraso en electricidad y en gas.

Este congelamiento de tarifas energéticas, que podría entenderse como un ancla a la suba de precios, tiene como contracara un incremento de subsidios que elevan el gasto fiscal. En el sector de la energía eléctrica, el principal subsidio es para CAMMESA, que representa

0,7% del PIB. Si no se hubiera tomado la decisión de prolongar el congelamiento y, en cambio, se hubiese decidido corregir el atraso tarifario, el precio estacional de la energía debería subir 58,6% en mayo (mes en que debería realizarse una nueva revisión semestral). Esta suba implica reconocer la variación del tipo de cambio que afectó al precio en pesos de la energía desde abril de 2019.

Evitar que vuelva a atrasarse el precio estacional, manteniendo el esquema de aumento vigente (revisiones semestrales/estabilizaciones trimestrales) al cierre de 2020 implicaría un aumento de 115% anual, que sumaría 3,1 pp de inflación.

En el caso de que se dilate la revisión tarifaria más allá de 180 días y se mantengan los mismos precios de la energía eléctrica a lo largo de todo el 2020, implicaría 0,4 pp de PIB adicionales de subsidios.

En el caso del gas, básicamente son dos los subsidios que más demandan fondos del Tesoro Nacional: los efectuados a IEASA (ex ENARSA), por la importación de gas y los otorgados por el PLAN GAS a la producción de gas no convencional, garantizándole precios mínimos. En 2019 representan 0,5% del PIB, pero la no corrección del precio en pesos de la compra de gas por las variaciones del tipo de cambio, puede terminar siendo cubierta por el Tesoro, agregando 0,1% adicional al PIB en 2020.

## La economía del 2020

### **Escenario base**

Debido a la poca precisión que el gabinete económico ha dado sobre el programa macroeconómico integral que buscará llevar a cabo para reactivar la economía, es difícil afirmar, sin algún atisbo de duda, cómo va a desenvolverse el año 2020.

A pesar de las pocas definiciones que existen, es posible arriesgar hacia dónde se dirigirá la política económica de cara a los desafíos que enfrenta la administración actual (en la medida que se mantenga la misma línea que viene declarando el ministro Guzmán). De las dos

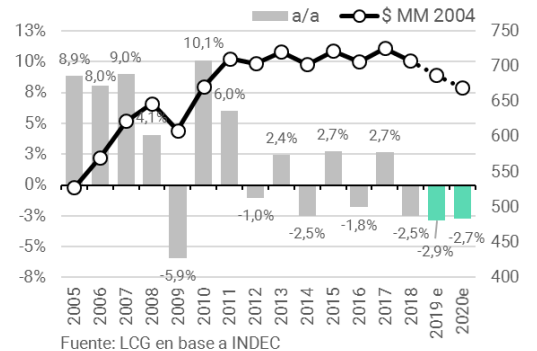
conferencias del ministro se desprende, entre otras cosas, la necesidad de contener a los sectores más vulnerables en medio de una fuerte recesión económica, pero cuidando al mismo tiempo el resultado fiscal, lo que significa tener muy poco margen para realizar expansión del gasto. Entre el ‘discurso’ y la acción, por ahora parece primar la postura conservadora que reduce el impulso fiscal a la mínima expresión (una parte de lo que se da a los sectores más vulnerables sale del ajuste a sectores apenas menos vulnerables, pe. jubilados de la no mínima).

No obstante, creemos que la actividad económica podría empezar a recuperarse para mediados de 2020, pero de manera marginal y más por un efecto rebote que por un fuerte estímulo al crecimiento. Como mencionamos, los *drivers* del crecimiento serían las distorsiones que generan las restricciones a las que vuelve a estar atada la economía: cepo (efecto sobre la construcción), impuesto País (efecto sobre turismo), ilusión monetaria de los reajuste salariales, y tasas reales negativas que desalientan el ahorro. Esperamos una variación negativa del PBI en torno a 2,7%, cumpliéndose así 3 años consecutivos de caída.

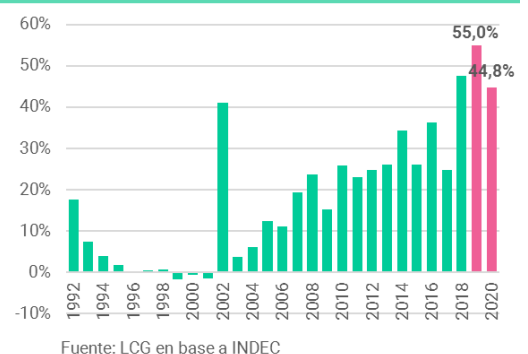
Respecto a la dinámica inflacionaria, el Gobierno también parece mostrarse más prudente que lo esperado inicialmente. Por un lado, el ministro reiteró en varias oportunidades que la emisión monetaria en exceso tendría efectos desestabilizantes, por lo que es una fuente de financiamiento a la que, a priori, creemos no se acudirá desmedidamente; por el otro lado, el presidente del BCRA aclaró que la baja de tasas sería más moderada que lo deseable.

Además, se mantendrá el congelamiento de tarifas de los servicios públicos mientras se avanza en una posterior revisión de los contratos y entendemos que, **dentro de un estrecho margen, el tipo de cambio volverá a operar como ancla en 2020**. Queda pendiente definir cuál será el alcance del Acuerdo Social, pero en el mejor de los casos **los salarios podrían ganarle a la inflación recién hacia fines de año (1,6% ia real en diciembre; -4% promedio anual)**. Un comportamiento similar ocurrirá con las prestaciones sociales una vez definida la movilidad. Con todo, **no esperamos una desaceleración pronunciada, sino una inflación punta a punta de 45%, consistente con un promedio de 51%**.

## PBI real a/a y \$ MM de 2004



## Índice de precios al consumidor a/a, diciembre de cada año



Asumimos que el cepo se mantendrá durante todo 2020, con las mismas restricciones que corren actualmente. Sería deseable que en este contexto de menor demanda (cepo mediante), el Gobierno no se tiente con dejar atrasar desmedidamente el tipo de cambio tratando de dar un impulso extra a la economía en el muy corto plazo. En nuestro escenario base, **esperamos un dólar a \$ 84 en diciembre 2020, +40% anual, que en términos reales implica una caída del 5% anual.**

La contención a los sectores de menores ingresos, así como algunas medidas que apuntan a evitar el aumento del desempleo, como la doble indemnización por despido que regirá durante 180 días para trabajadores contratados previamente a la fecha en que se emitió la normativa, podrán alivianar la caída de empleos registrados en el sector privado, pero no esperamos que este indicador muestre una mejora considerable. El mercado de trabajo opera con rezagos, y utiliza el adelantamiento de vacaciones y suspensión de horas para hacer frente a la caída de la producción, por ello el aumento del desempleo fue menos brusco de lo que una recesión de este calibre podría generar. Hasta ahora el ajuste en el mercado de trabajo se dio más por efecto *labor hoarding* precios (salarios) que por cantidades (trabajadores). **Así, en 2020 debería esperarse una reactivación del empleo más bien marginal.**

El ministro de economía concentrará su mirada en los déficits gemelos que recibió de la administración Cambiemos. **Esperamos que ambos sean significativamente reducidos: la ley de emergencia habilitó una marcada convergencia del desequilibrio fiscal; por su parte, el superávit comercial post devaluación, el cepo y la renegociación de la deuda propiciarían la convergencia del desequilibrio de cuenta corriente.**

**Tipo de cambio real multilateral**  
índice base dic-01=1, dato a diciembre de cada año



**Escenario macro**

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PBI</b>	-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%

Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente