

13 de diciembre de 2023

Los desafíos de una nueva etapa.

Esta semana fuimos conociendo los primeros lineamientos económicos del nuevo gobierno. Antes de entrar en los detalles de su programa, permítannos resumir el punto de partida o la famosa herencia. El correcto diagnóstico resulta clave para analizar la probabilidad de éxito de la nueva gestión en materia económica.

Milei asume con la economía en terapia intensiva. Ya no es la pesada como en 2015, sino la mortal herencia. A nuestro juicio, sería un error político excusarse los 4 años de mandato en la herencia. Sin embargo, también sería un gran error no explicar en detalle el punto de partida. Por ello, celebramos el fuerte hincapié en el primer discurso presidencial al describir el estado de situación. Dejando la política a un lado, detallamos los principales desafíos del punto de partida en el primer apartado del *Resumen*. Para aquellos que no están interesados en la herencia, pueden ir directo al segundo apartado, donde resumimos las medidas de esta semana y nuestra humilde opinión al respecto.

La mortal herencia

El primer lugar, el nuevo gobierno arranca con un Banco Central quebrado. Las reservas netas son negativas en USD 11.000 millones, prácticamente un nivel sin precedentes. Esto pone al país al borde del abismo desde diferentes ópticas: nos acerca a la hiperinflación, también al default externo y nos obliga a tener un tipo de cambio real muy alto para recomponer las reservas del Banco Central. Para peor, la necesidad de recomponer las reservas complica la desinflación y estabilización. Cuando el BCRA compra divisas al mismo tiempo emite más pesos, por ende, debemos tener más paciencia para bajar la inflación. En otras palabras, necesitamos un mayor crecimiento de la demanda de dinero para absorber la emisión producto de la recomposición de reservas internacionales.

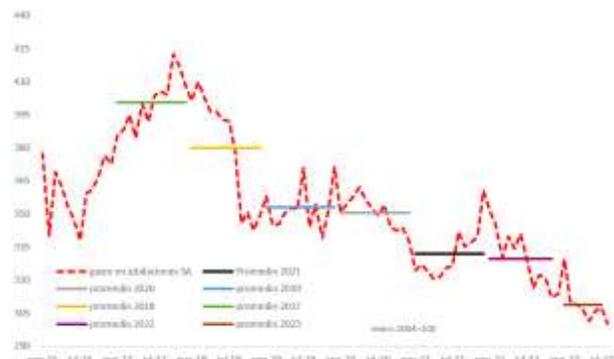
Desde el lado del Tesoro, el gobierno anterior deja un déficit fiscal primario de 3 puntos del PBI sin acceso al crédito, financiado íntegramente con emisión monetaria. Para el 2024, el déficit inercial es incluso mayor debido al gasto electoral que se pagará parte el año próximo, de no cambiar ganancias e IVA. Reducir el déficit en 3 puntos del producto implica nada más y nada menos que bajar el gasto corriente

en 15%, tarea titánica, sobre todo cuando vemos los ítems donde se puede recortar.

	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	oct-23
INGRESOS TOTALES	15,6%	15,0%	16,3%	14,6%	15,8%
Tributarios	13,6%	13,6%	13,8%	12,9%	14,2%
Rentas de la propiedad	0,9%	0,5%	0,7%	1,0%	0,9%
Otros ingresos corrientes	0,6%	0,5%	1,8%	0,6%	0,7%
Ingresos de capital	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
GASTOS PRIMARIOS	16,0%	20,4%	18,1%	16,2%	18,0%
Gastos corrientes primarios	15,1%	19,6%	16,9%	14,9%	16,4%
Prestaciones sociales	9,7%	12,7%	10,0%	9,0%	10,0%
Jubilaciones y pensiones contributivas	6,7%	7,4%	6,2%	5,5%	5,8%
Asignación Universal para Protección Social	0,5%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%
Asignaciones Familiares	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%
Pensiones no contributivas	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
Prestaciones del INSSJP	0,7%	0,8%	0,6%	0,6%	0,8%
Otros Programas Sociales	0,5%	2,6%	1,5%	1,2%	1,9%
Subsidios económicos	1,3%	2,2%	2,5%	2,1%	1,9%
Energía	0,8%	1,5%	1,9%	1,6%	1,4%
Transporte	0,5%	0,6%	0,6%	0,4%	0,5%
Otras funciones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de funcionamiento y otros	2,8%	2,8%	2,8%	2,5%	2,9%
Salarios	2,1%	2,2%	2,0%	1,9%	2,3%
Otros gastos de funcionamiento	0,7%	0,7%	0,8%	0,6%	0,6%
Transferencias corrientes a provincias	0,5%	1,0%	0,7%	0,5%	0,6%
Transferencias a universidades	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%
Resto de Gastos Corrientes	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,4%
Gastos de capital	0,9%	0,9%	1,2%	1,3%	1,6%
RESULTADO PRIMARIO	-0,4%	-5,4%	-1,8%	-1,6%	-2,1%
Intereses Netos	2,9%	1,7%	1,3%	1,4%	1,7%
RESULTADO FINANCIERO	-3,3%	-7,1%	-3,1%	-3,0%	-3,8%

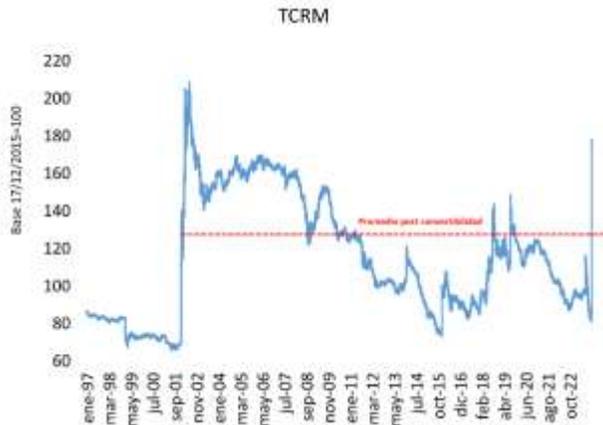
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon.

Como podemos notar en el próximo gráfico, no hay mucho margen para recortar el mayor componente del gasto jubilaciones, pensiones y AUH, dado que ya absorbieron un brutal ajuste. Los candidatos restantes son subsidios económicos (energía y transporte), las transferencias discrecionales a provincias, empresas públicas y los programas sociales que crecieron mucho en pandemia y luego no se revirtieron. Luce ineludible el costo político y social para el nuevo gobierno. Veremos en el próximo apartado donde el Gobierno piensa atacar.



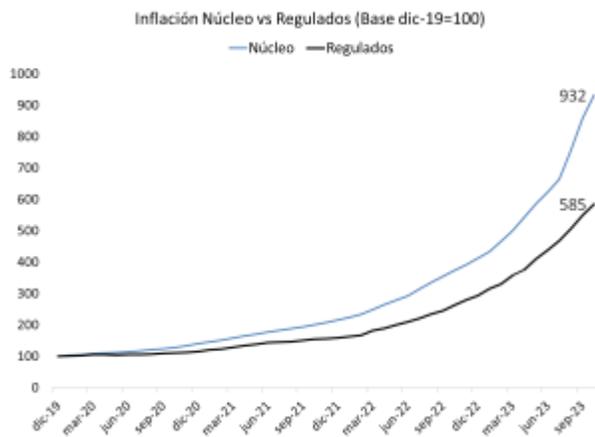
Fuente: @Coloboren.

Otro punto muy difícil de la herencia es el brutal atraso cambiario. El gobierno saliente deja el tipo de cambio real muy cerca del nivel que CFK lo dejó en 2015. Como diría un gran profesor (Roberto Frenkel), la forma menos dolorosa de salir del atraso cambiario, es no haberlo dejado atrasar en primer lugar. Es muy sencillo atrasar el tipo de cambio, pero es muy costoso salir.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

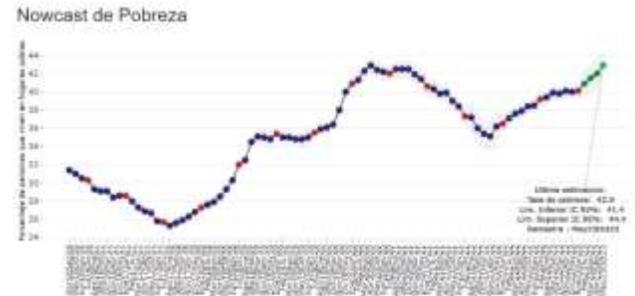
El nuevo gobierno arranca con una inflación inercial del 12% mensual, pero con el agravante de tener el tipo de cambio casi fijado. La brutal inercia inflacionaria complica todo el panorama cambiario y monetario. Corregir el tipo de cambio real desde esta nominalidad pone el escenario de hiperinflación muy cerca y hace extremadamente compleja la tan deseable unificación. Para peor, la administración anterior dejó una enorme distorsión de precios relativos. Antes de un plan de estabilización hay que acomodar los precios relativos, esto retrasa toda posibilidad de normalización macroeconómica. Para “estabilizar” primero hay que “acomodar” las variables.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

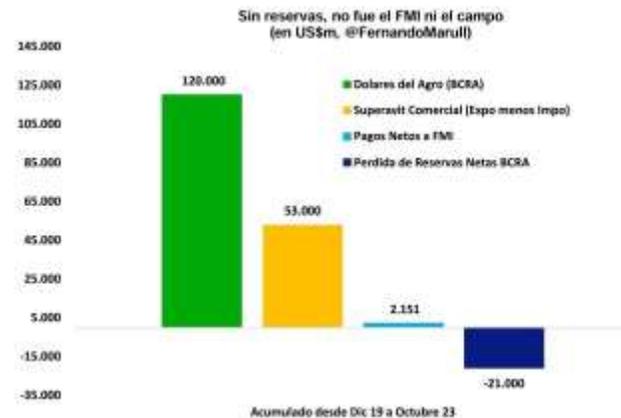
Hay que “acomodar” con un nivel de pobreza altísimo. Quizás este es el peor punto de la herencia. El ajuste es inevitable y la pobreza subirá antes de bajar, producto de la recesión inicial y del precio de los alimentos luego de la gran devaluación. Tan complejo como doloroso el plan macro necesario

para estabilizar, mantener la gobernabilidad es quizás el punto más relevante.



Fuente: @MartinGrozada

El punto de partida en cuanto a la pobreza y la inercia inflacionaria hacen muy compleja la unificación cambiaria. Con brecha cambiaria se dificulta acumular reservas, como se vio en el periodo 2020/2022, donde a pesar de la espectacular cosecha y los buenos precios el BCRA no pudo acumular reservas. Sin acumular reservas es casi imposible estabilizar. Por ello la herencia es muchísimo más que pesada.

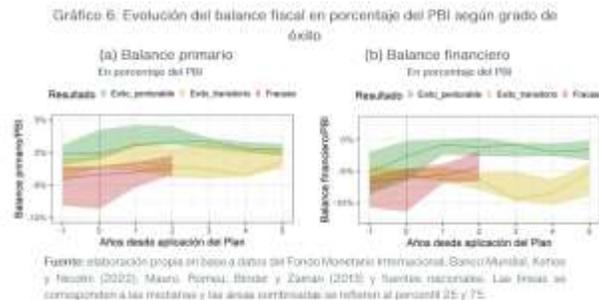


Fuente: FMyA.

Creemos que los vencimientos de deuda en moneda extranjeras son manejables en 2024. Los pagos de dólares a privados por tenencia de bonos alcanzan los USD 4.000 millones, un monto creemos manejable, acá el gran desafío comienza en 2025, cuando los pagos de capital empiezan a pesar más fuertes. En los próximos meses, el gran desafío es la deuda indexada en pesos, que cae casi en su totalidad repartida durante 2024. Más de la mitad de la deuda en pesos está en manos del propio sector público, en manos privadas hay cerca de USD 23.000 millones. El nuevo gobierno debería poder rolear estos títulos a medida que vayan venciendo, tarea compleja. La deuda en pesos indexada es baja, menos de 5% del PBI, el

problema es que vence en el corto plazo. Los depósitos indexados al dólar oficial en el BCRA (Levid por USD 5.000 millones) es otro escolló para el corto plazo, representando una importante monetización para el BCRA.

La necesidad de un programa de estabilización es una herencia en sí mismo. Cuatro de cada cinco programas de estabilización en la región fracasaron en las últimas décadas. Muchos de los que tuvieron éxito, son segundos programas luego del fracaso. Estabilizar no es fácil, aun haciendo las cosas bien.



Fuente: Equilibra. Documento de Trabajo. Planes de estabilización: Evidencia de América Latina.

Por último, creemos que los pasivos monetarios no están en los principales puntos de la herencia. La corrección del tipo de cambio real y el ajuste fiscal corrigen ese problema en el corto plazo. Entendemos que hay que prestar atención a lo importante, que son muchos puntos como discutimos. Pensamos que el nuevo gobierno le está dando una innecesaria prioridad y urgencia a este punto.

El nuevo programa

Entre la conferencia del Ministro Caputo en la tarde de ayer y los comunicados oficiales que fueron surgiendo hoy, ya tenemos una primera idea del programa económico. Tanto en materia fiscal como en materia cambiaria, el programa es más ambicioso al esperado por el mercado. Los principales puntos son:

MULC / BCRA 3500: A 800 pesos, luego iría al 2% mensual (crawling), pero no se especificó por cuanto tiempo. Las exportaciones pasan a 80% MULC y 20% CCL. Retenciones generales 15%, salvo soja que va a 30% y la carne a 9%. Las importaciones pasan a \$800 MULC + Impuesto PAIS del 17.5% (en bienes, en servicios queda 20% como estaba). Las SIRAS dejan de existir.

Deuda Importadores: El Banco Central emitirá una nota en dólares que podrá ser suscripta solo por importadores con operaciones pendientes de liquidación y al tipo de cambio oficial. El instrumento prevé una amortización a cuatro años, con posibilidad de rescate anticipado, cupón anual máximo de 5%. Las fechas de rescate e intereses a pagar se definirán al momento de la licitación, como también la posibilidad de su negociación en el mercado secundario.

Compromisos de deuda: Se manifestó la intención de cumplir con los compromisos de deuda, tanto Bonos CER, Duales, Dólar link y también las Lediv.

Cepo: Por el momento, sigue la restricción cruzada CCL y MULC. El resto de las restricciones se irían levantando en el corto plazo. Clave para esto es que se nombren las nuevas autoridades de la CNV.

Tasas y Pasivos BCRA: Sin cambios en la tasa de política monetaria. Leliq a 28 días se mantendrá en 133%. Baja la tasa de pasivos pasivos a 100%. Los pasivos remunerados se transformarían voluntariamente en letras a tasa fija del Tesoro con mejor tasa que los pasivos remunerados. En los próximos días deberíamos ver una licitación de las letras del tesoro a tasa fija (como las ledes).

Blanqueo de capitales: Sería 0% para fondos en argentina y 5% para fondos en el exterior. Pero no hay nada formal por el momento.

El ajuste fiscal

Fuerte ajuste con intención de ir a equilibrio financiero, no sólo primario (5 puntos del producto). En el gráfico publicado por el Ministerio de Economía se detalló por donde vendría el ajuste.

Suba de impuestos por 2.2 puntos del PBI: Impuesto a las importaciones y retenciones a la exportación aportarían 1.3 puntos, reversión de ganancias e IVA harán el resto.

Baja de gasto por 2.9 puntos del PBI. Muy repartida básicamente entre todos los componentes del gasto primario y de capital.

Compensadores para bajos ingresos. Se duplica la AUH y suben un 50% el Programa Alimentar. Se ataca básicamente la pobreza extrema.

Con respecto al FMI, el programa planteado es mucho más exigente que cualquier programa propuesto por el Fondo. Ya salieron sus autoridades a manifestar apoyo. La gran pregunta es si habrá o no fondos frescos.

	2024 - En % del PIB
Resultado Primario 2023	-3,8%
Reforma Ganancias	-0,4%
Retenciones DGA	-0,3%
Normalización cosecha	0,7%
Inercia Resultado Primario 2024	-3,8%
Intereses	2,2%
Inercia Resultado Financiero 2024	-6,2%
Ingresos	2,2%
Impuesto PAIS (17,5%, 12 meses)	0,8%
Retenciones adicional (15%)	0,5%
Reversión Reforma Ganancias	0,4%
SBPP+Moratorio+Blanqueo	0,5%
Gastos	2,9%
Jubilaciones y Pensiones	0,4%
Transferencias corr. a provincias	0,5%
Subsidios económicos	0,7%
Gasto de Capital	0,7%
Programas Sociales con intermediarios	0,4%
Gastos de Financiamiento y otros	0,5%

Fuente: Ministerio de Economía.

El ajuste es muy fuerte. Tanto en materia cambiaria como fiscal. En el gráfico de abajo se dimensiona el ajuste pretendido, básicamente el máximo en los últimos 50 años junto con el plan Austral. En términos cambiarios, también el salto es abrupto, llevando la brecha a niveles del orden de 25%/30%. Al momento de escribir el reporte, el dólar libre operaba cerca de los niveles de ayer.



Fuente: @FranBallester

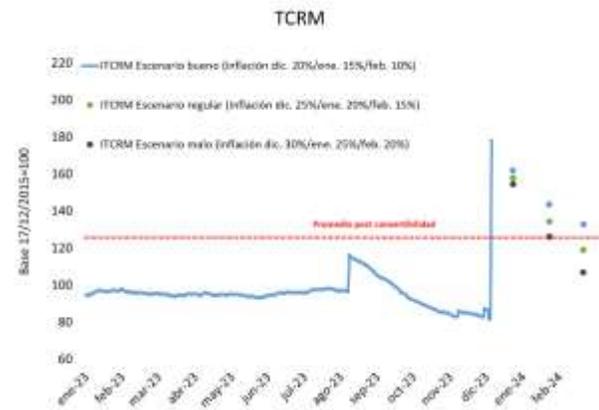
Primeras impresiones

Nuestra primera impresión es que el ajuste propuesto podría haber sido algo menor. Buscar equilibrio sólo primario hubiera permitido evitar los impuestos a las importaciones y exportaciones que ponen un tipo de cambio real muy alto y a priori un

piso más alto en la inflación. Aclaremos que bajar 3 puntos de déficit dista de ser gradualista. El equipo de Caputo prefirió dar señales fuertes de entrada. observando la respuesta del dólar libre, en principio el plan es bienvenido por el mercado.

Otra crítica es el anunciado crawling peg mensual del 2% luego de la devaluación. Dado los niveles de inflación que tiene el país, dicha tasa de devaluación mensual parece peligrosa. En el gráfico a continuación hicimos un simple ejercicio, sólo para dimensionar que pasaría con el tipo de cambio real de acá a marzo suponiendo tres dinámicas de inflación (bueno, regular y malo) y un crawling del 2%. Como se puede ver, el dólar se aprecia demasiado rápido. Posiblemente el anuncio del crawling lento haya sido para incentivar las exportaciones estas semanas y juntar algunas reservas. De hecho, no hay compromiso formal alguno, a diferencia de otras épocas como las viejas tablitas cambiarias. Bausili, según los medios, habría aclarado que el crawling de 2% será muy breve.

Por último, una crítica que ya mencionamos, pensamos que se le está otorgando un papel prioritario a los pasivos monetarios, que vemos como un problema de segundo orden, básicamente un resultado no deseado del déficit fiscal crónico.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

El ajuste puede cerrar bien desde la macro, pero quizás no cierre desde la política y menos aún desde la situación social. Toda la herencia mortal descrita puede debilitar la gobernabilidad de un presidente con minorías en ambas cámaras y sin gobernadores propios. Hasta el momento ha mostrado un deseable pragmatismo político, tendiendo a alianzas con diferentes sectores. Muy bienvenido este cambio del Presidente con respecto al Milei candidato.

Al final del día, la gobernabilidad dependerá de cómo reaccione la inflación y la actividad económica dentro de unos meses, que tan rápido se acomodan ambas variables al fuertísimo shock inicial. El dólar libre será la otra variable a monitorear. Una brecha contenida es condición necesaria para que este programa tenga algún grado de éxito.

Buena semana.

Juan José Battaglia

juan@sekoia.com.uy

Ian Weber

ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino

tomasmingino@sekoia.com.uy