

UN PLAN FISCAL MÁS ORTODOXO DE LO ESPERADO

27 de DICIEMBRE 2019

El Congreso Nacional aprobó la denominada Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva y de esa manera se empezó a delinear el esquema económico integral para los próximos meses. La Ley aprobada tiene un enfoque de corto plazo, porque no parece enfocada en lograr el crecimiento económico sino como ha explicado el equipo económico, busca frenar la caída de la actividad y generar las bases fiscales necesarias para reestructurar la deuda pública.

El esquema económico de los próximos meses parece girar sobre 3 ejes: el equilibrio fiscal, la reestructuración de la deuda pública y la administración del equilibrio cambiario / monetario.

El principal disparador de todas estas medidas estuvo dado por una dinámica fiscal que mostraba una fuerte divergencia, con un incremento en el déficit primario proyectado para 2020. Un escenario tendencial, en donde se ajustan gastos bajo los esquemas actuales (movilidad jubilatoria y bajos subsidios), permitía anticipar un desequilibrio primario para 2020 de no menos de 1,2% del PBI.

A partir de ese diagnóstico, el equipo económico diagramó la ley sobre la base de 3 ejes de acción que tienen impacto sobre las cuentas fiscales. Existen medidas tendientes a mejorar el consumo y que por lo tanto implican un aumento en las erogaciones, existen otras que buscan compensar esos egresos, aumentando los impuestos y ha quedado una herramienta disponible para reducir el nivel de gastos.

- o **Incremento de Gastos:** Se estima su impacto en \$212.945 millones en 2020 (equivale a 0,7% del PBI) y contempla el pago de bonos a

las jubilaciones mínimas, el pago de un bono a los beneficiarios de la AUH y la implementación de la tarjeta alimentaria (para beneficiarios de AUH con hijos menores a 6 años.

- o **Incremento de Recursos:** Entre aumento de retenciones, incremento de alícuotas de Bienes Personales (con sobre tasa para bienes en el exterior), impuesto del 30% al dólar turismo o atesoramiento y el incremento de la Tasa de Estadística se apunta a recaudar en el año algo más de \$390.000 millones (1,2%) del PBI.

	Año 2020	
	\$ Mill	% PBI
Resultado Primario Base	-392.900	-1,2%
Incremento de Gastos	212.945	0,7%
Bonos Jubilaciones	122.948	0,4%
Bonos AUH	15.692	0,0%
Tarjeta Alimentaria	74.304	0,2%
Incremento de Recursos	392.578	1,2%
Retenciones	146.010	0,5%
Dólar Turista	138.894	0,4%
Bienes Personales	90.000	0,3%
Tasa de Estadística	17.675	0,1%
Ahorro de Gastos	113.950	0,4%
Menor Ajuste Jubilaciones	113.950	0,4%
Resultado Primario Corregido	-99.317	-0,3%

- o **Ahorro de Gastos:** Si bien no se incluyó ningún ahorro específico, se aprobó la desindexación de las jubilaciones. Esta herramienta es muy fuerte, porque permite generar ahorros fiscales grandes, aunque es a costa del ingreso de los jubilados. Se espera que a las jubilaciones mínimas les apliquen un aumento similar al que hubieran obtenido con la derogada movilidad jubilatoria, pero que a los jubilados de mayores ingresos les apliquen esquemas de ajustes “atenuados”. Si se les aplicara un incremento nominal similar a los de ingresos menores, en promedio recibirían un aumento equivalente en porcentaje a un tercio de lo que

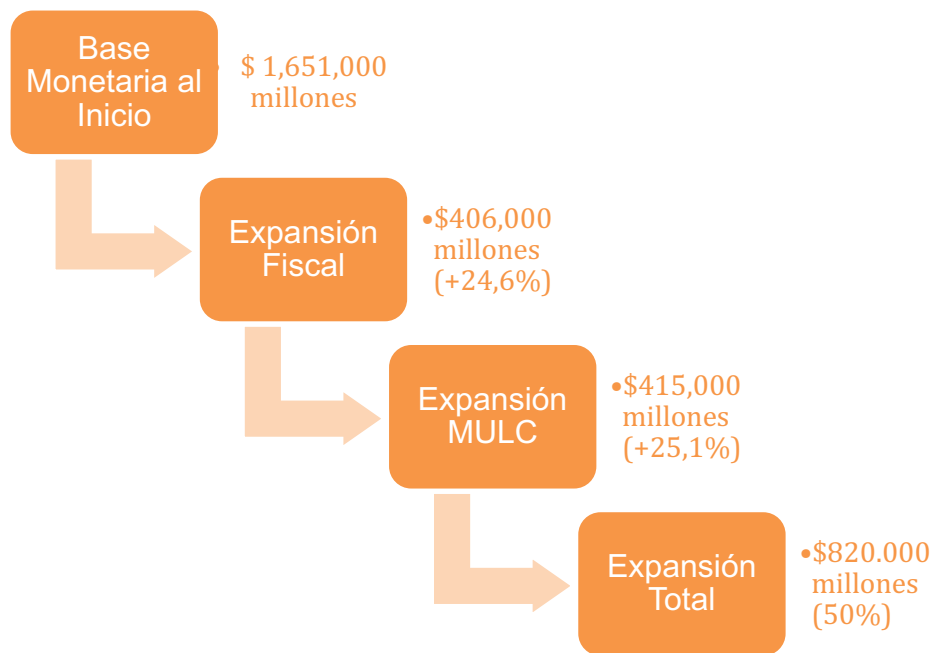
percibirían los jubilados de menor ingreso y se generaría un ahorro del 1% del PBI. Creemos que es escenario es muy poco probable y que el aumento que aplicarán será mayor. Si las jubilaciones mayores a la mínima reciben un 75% del aumento que les hubiera correspondido con la movilidad anterior, el ahorro fiscal que se generaría será de 0,4% del PBI. Ese escenario tiene mayor probabilidad de ocurrencia.

En síntesis, esperamos que desde el déficit inercial de 1,2% del PBI, con la aplicación de la ley se llegue a un déficit primario en 2020 del orden de 0,3% del PBI. De esta manera se habría logrado ordenar las cuentas fiscales, pero seguiría existiendo una necesidad de pesos que se deberían cubrir a través del BCRA. El nivel de asistencia necesario se estima como la suma del déficit primario, más el pago de intereses en pesos. Se asume que hasta la efectiva reestructuración de la deuda se pagan los vencimientos en pesos recurriendo al mercado local de deuda. La demanda surgiría de un rol más activo de ANSES, avalado por la Ley de Solidaridad que le permite aumentar en 10 puntos porcentuales su exposición al sector público. De esta manera, si el Tesoro renueva sus vencimientos de capital, la asistencia necesaria por parte del BCRA sería de \$406.000 millones (100.000 millones de déficit primario + \$300.000 millones de intereses en pesos).

La decisión del gobierno en el tema deuda parece ser la de afrontar todos sus vencimientos en pesos, pagando intereses y renovando capitales (contando con ANSES). En tanto espera poder recurrir a las Reservas del BCRA para afrontar los vencimientos en dólares (ya se reservó USD 4.750 millones contra una Letra Intransferible). Esos fondos más las compras del BCRA que se esperan para los próximos meses alcanzarían para cubrir los vencimientos en dólares hasta julio inclusive.

Esto asumiendo que el BCRA sigue comprando dólares excedentes en el MULC, aunque a un ritmo menor que el actual por caída del superávit comercial. Estimamos adquisiciones de divisas en promedio de USD 500 millones mensuales, lo que implica una inyección adicional de pesos en el mercado por \$415.000 millones.

La expansión fiscal y la expansión externa generarían un aumento de la Base Monetaria en el año del 50%. Ese valor luce compatible con una economía que podría estar bajando la inflación punta al 40%, pero con inflaciones promedio el año todavía superiores al 45%. De esta manera el crecimiento de la base monetaria en términos reales apenas se acercaría al 10%. Es una cifra que luce compatible con una economía que se empieza a estabilizar nominalmente y aumenta la retraída demanda de dinero.



Estas cifras sirven para entender que el programa económico propuesto busca lograr el equilibrio fiscal mediante aumento de impuestos y que necesita generar excedente de dólares. Para evitar al atraso cambiario

se asume un ritmo de intervenciones cambiarias que en estos primeros meses aumenta la oferta de base monetaria. Esta expansión monetaria luce razonable mientras no se aleje del crecimiento esperado para el PBI nominal.

Justamente las variables a monitorear son la expansión de los agregados monetarios y fundamentalmente el ritmo de intervenciones del BCRA en el mercado cambiario, porque justamente el punto más vulnerable del plan propuesto pasa por la dificultad de la economía en generar excedentes de dólares.