

13 de diciembre de 2023

Strategic data

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Revisando el Plan Fiscal de Luis Caputo

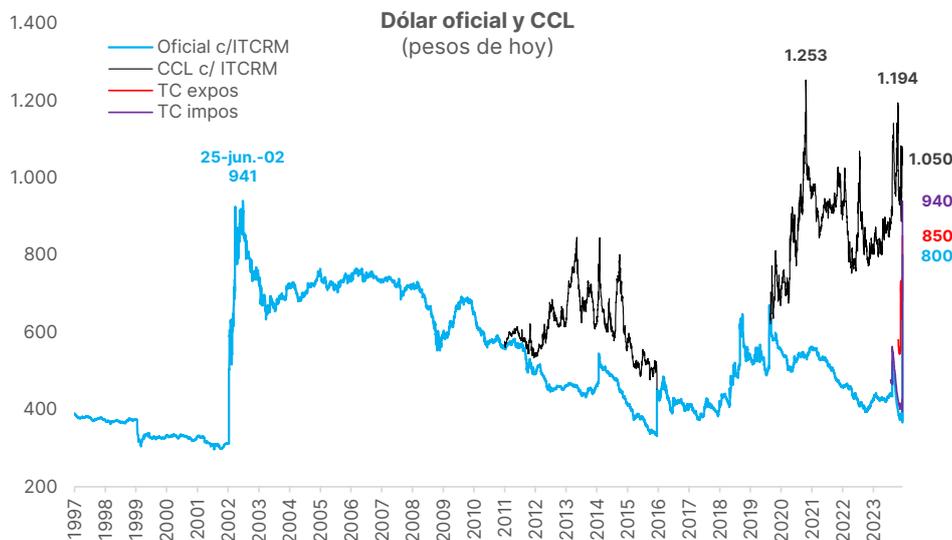
Nuestros apuntes sobre los 10 lineamientos de Caputo y comentarios adicionales

Ayer el flamante ministro de Economía Luis Caputo [anunció](#) los principales lineamientos del programa económico de "emergencia" (titulado así por el gobierno). Luego de que se conociera la grabación de Caputo, [la cuenta oficial de Twitter del Ministerio de Economía](#) detalló el ajuste fiscal mencionado por el ministro. Resumimos los puntos clave de los últimos anuncios y comunicados que se fueron conociendo durante la noche de ayer y la mañana hoy.

- 1.- No se renuevan los contratos laborales del Estado con menos de un año de vigencia.
- 2.- Se decreta la suspensión de la pauta oficial por un año.
- 3.- Conforme a la Ley de Ministerios -ya publicada-, se reducen ministerios (de 18 a 9) y secretarías (de 106 a 54). Equivale a una reducción de 50% de los cargos jerárquicos y 34% de los cargos políticos. Sumando los tres puntos mencionados hasta acá, el ministerio de Economía estima un recorte del gasto de funcionamiento y otros de 0,5% del PBI en 2024.
- 4.- Reducir al mínimo las transferencias discrecionales del Estado Nacional a las provincias. En los últimos 12 meses (a octubre 2023), representaba 0,7% del PBI en términos del gasto corriente. Sin embargo, cuando incluimos el gasto de capital, el monto alcanza 1,14% del PBI. Según lo detallado por el Ministerio de Economía, se reducirían en 0,5% del PBI en 2024.
- 5.- No se licitarán nuevas obras públicas y se cancelarán las licitadas que no hayan comenzado, que implicaría un recorte del gasto de capital en 0,7% del PBI en un año.
- 6.- Reducir subsidios a la energía y al transporte. En los últimos 12 meses (octubre 2023), energía representó el 1,7% del PBI, mientras que transporte fue 0,6% del PBI. Desde el equipo económico prevén que el recorte de los subsidios económicos sea de 0,7% del PBI en 2024. De acuerdo con lo anunciado por el vocero presidencial Manuel Adorni, el ajuste en los subsidios comenzará a regir a partir del 1º de enero de 2024.
- 7.- Mantener los planes Potenciar Trabajo de acuerdo con presupuesto 2024 - fuerte licuación nominal dada la pauta de inflación anual de 69,5% - y fortalecer las políticas de ingresos sin intermediarios (Asignación Universal/Tarjeta Alimentar). De esta manera, los programas sociales con intermediarios cederían en 0,4% del PBI en un año en base a las estimaciones del gobierno.
- 8.- Sincerar el tipo de cambio oficial, llevando el BCRA A3500 a \$800. De esta manera, el salto discreto es de 118,3%. Además, [la alícuota del impuesto PAÍS](#) para las importaciones de bienes se incrementó de 7,5% a 17,5%, mientras que la de servicios y fletes se disminuyó de 25% a 17,5%. Así, el tipo de cambio efectivo de las importaciones queda en \$940 respecto a \$394 para bienes hasta ayer (+139%) y \$458 para servicios (+105%). Este cambio en el impuesto PAÍS agregaría ingresos por 0,8% del PBI en un año para sumar casi 2% del producto a la recaudación (el impuesto PAÍS vigente se perfilaba a 1,1% en 12 meses). Por el lado de las exportaciones, se decretó un [nuevo Programa de Incremento Exportador](#), en el cual los exportadores deberán liquidar 80% por el MULC y el restante 20% por el CCL, resultando en un tipo de cambio efectivo para exportaciones de \$850 ($80\% * \$800 + 20\% * \1.050). Adicionalmente, para las exportaciones se establecerán retenciones para todos los sectores no agrícolas, que será de 15%, con excepción de la soja que se mantendrá en 30%. Al fin de la emergencia se comprometieron a eliminar los derechos de exportaciones. El nivel de tipo de cambio está por encima de lo esperado por el mercado (más cerca de \$650), lo cual convalida la nueva

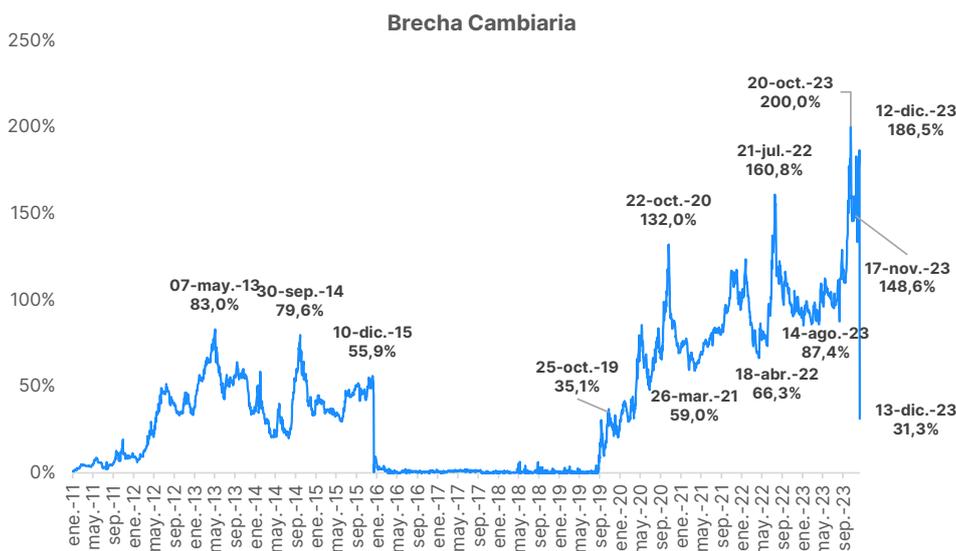
ampliación de las tasas CER-DL que observamos en los últimos dos días. Sin movimiento de CCL, la brecha cambiaria abriría hoy en 31,3% - la menor desde enero 2020 - en relación con 186,5% al cierre de ayer. La brecha entre importaciones y exportaciones se ubica en 10,6%, la de importaciones con el oficial en 17,5% y la de exportaciones con el oficial en 6,3%.

¿Cómo quedan los tipos de cambio con los nuevos anuncios?



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La brecha cambiaria comprime fuertemente de 187% a 31%



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

9.- El impacto del salto discreto de 118% del dólar oficial de \$366,5 a \$800 había comenzado a pasar parcialmente a precios en las tres semanas que sucedieron al ballotage, ya que el dólar exportador efectivo osciló entre \$600 y \$680 con el esquema 50/50% así como el dólar importador (dadas las importaciones bloqueadas) comenzó a trabajar con el futuro de dólar de diciembre de ROFEX que osciló entre \$750 y \$800, cuya equivalencia en pesos de hoy fue entre \$680 y \$720. Así lo muestran los relevamientos de inflación alta frecuencia de la última semana de noviembre y la primera de diciembre en las que la General promedió 5,6% semanal (26,2% mensualizado) y la Núcleo 7,1% (34% mensualizado). En consecuencia, pensando en el impacto inflacionario de la devaluación anunciada

ayer es más acertado pensarlo como un salto adicional del orden del 33% para el dólar exportador (850/640) y de 34% para el dólar exportador (940/700). No debe soslayarse que la inflación haya seguido viajando en la segunda de diciembre, previo a la devaluación, a un ritmo semanal similar al de las dos anteriores. Todavía es temprano para determinar la inflación mensual de diciembre, pero imaginamos un piso en torno a 30% y un registro similar para enero, ya que la devaluación se está dando a mediados de mes y dejando un arrastre estadístico significativo para el primer mes de 2024, en línea a lo sucedido en la devaluación post PASO de agosto (inflación de 12,4% en agosto y 12,7% en septiembre). La clave no pasará por los registros mensuales sino por confirmar una tendencia a la baja en los registros semanales de alta frecuencia.

10.- Reemplazar el sistema "SIRA" por un esquema que no requiera aprobación de licencias.

11.- Aumentar 100% la Asignación Universal por Hijo (AUH) y otorgar un 50% de aumento de la tarjeta Alimentar. A modo de ilustración, la AUH representó 0,47% del PBI en los últimos 12 meses (hasta octubre 2023).

12.- Respecto al comunicado que detalla el ajuste fiscal en la cuenta oficial de Twitter del Ministerio de Economía, se entiende que se buscarán pasar por el Congreso ciertas reformas impositivas y de gasto. Entre ellas, se propondrá hacer una reversión del impuesto a las Ganancias para la cuarta categoría, que implicaría una suma de ingresos impositivos por 0,4% del PBI en un año. Asimismo, en base a [trascendidos periodísticos](#), se propondrá un régimen de pago por adelantado del impuesto a los Bienes Personales con una alícuota preferencial a lo que se le sumará una moratoria y blanqueo, que estiman en el equipo económico podría contribuir con ingresos por 0,5% del PBI. Por el lado de los gastos, en base a trascendidos, se plantearía eliminar la fórmula de ajuste de las jubilaciones (que tiene un rezago de tres meses de la inflación) con aumentos discrecionales por decreto. Esto resultaría en un ajuste del gasto en jubilaciones y pensiones por 0,4% del PBI en 2024 según los cálculos del equipo económico.

13.- Pasando en limpio todo lo mencionado previamente, los ingresos aumentarían en 2,2% del PBI en 2024, mientras que los gastos se recortarían en 2,9% del producto. Es decir, 57% del ajuste se hará con una contracción del gasto y 43% con un incremento en los impuestos. Con un déficit fiscal que se perfilaba a 5,2% del PBI (considerando un rojo primario de 3% e intereses por 2,2%), el objetivo es prácticamente alcanzar un equilibrio fiscal (superávit primario de 2,2% del PBI) en el primer año de mandato.

¿Cómo sería el ajuste fiscal propuesto por el gobierno de Milei?

| | 2024 - En % del PIB |
|--|---------------------|
| Resultado Primario | -3,0% |
| Reforma Ganancias | -0,4% |
| Retenciones DGA | -0,3% |
| Normalización cosecha | 0,7% |
| Inercia Resultado Primario 2024 | -3,0% |
| Intereses | 2,2% |
| Inercia Resultado Financiero 2024 | -5,2% |
| Ingresos | 2,2% |
| Impuesto PAIS (17,5%, 12 meses) | 0,8% |
| Retenciones adicional (15%) | 0,5% |
| Revisión Reforma Ganancias | 0,4% |
| BBPP+Moratoria+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 Funcionamiento y otros | 0,5% |

Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)** en base a **Ministerio de Economía**

Nuestros apuntes sobre el comunicado del Banco Central

En sintonía con el anuncio de Caputo, el Banco Central sacó una [comunicación](#) en la cual detalla el nuevo marco de política monetaria y cambiaria, clarificando algunos puntos mencionados por el ministro. Analizamos los puntos más relevantes del anuncio de la autoridad monetaria.

1.- Anoche el Banco Central informó que tras el salto discreto de 118% del dólar oficial se establecerá un deslizamiento del tipo de cambio (crawling peg) de 2% mensual. Con esta devaluación mensual prácticamente nula, la autoridad monetaria parece estar buscando un ancla nominal que complemente la fuerte ancla fiscal anunciada. En adición a esto, la tasa de interés de política monetaria se mantuvo sin cambios en 133% TNA (ver más abajo), por lo que la tasa mensual sigue en el orden de 10,9%. De esta manera, con un crawling peg viajando muy por debajo de la tasa de interés, se busca encarecer marcadamente el apalancamiento de los exportadores y, así, forzarlos a liquidar en el MULC. En paralelo, un tipo de cambio real extremadamente alto en términos históricos (los \$850 pesos de hoy son equivalentes al dólar de \$4 de la salida de la convertibilidad) y una brecha acotada de entre 25% y 35% genera atractivo para liquidar. El elemento contraproducente es que dado el fogonazo inflacionario que se avecina, el dólar "alto" puede rápidamente pasar a ser un dólar "bajo". Puesto en números, si la inflación de los próximos 60 días es 30% mensual (69% acumulado), el tipo de cambio bajaría a \$492,5 pesos de hoy. En cambio, si el crawling de 2% se sostiene por solo 50 días y la inflación es 30%, el tipo de cambio en pesos de hoy sería de \$627,7, lo que trae reminiscencias a las declaraciones de Guillermo Francos de hace dos semanas respecto a un dólar de 650 que "es razonable" para la economía argentina.

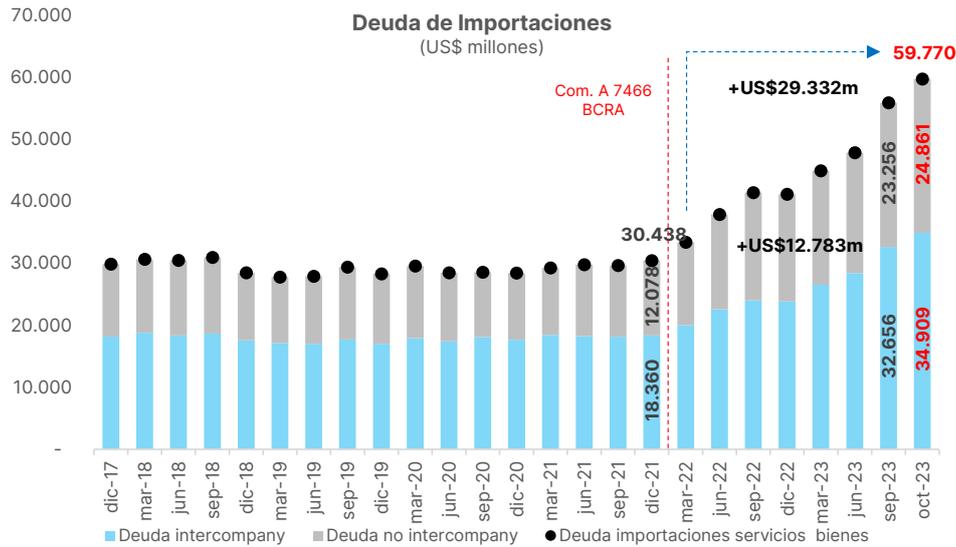
2.- El Banco Central decidió mantener la tasa de interés de LELIQ o política monetaria en 133% TNA, equivalente a 254,8% TEA, y bajar la de Pases Pasivos a 1 día 2.600 puntos básicos, de 126% TNA a 100% TNA desde 126%, equivalente a TEA bajando de 251,8% a 171,4%. El objetivo dual del nuevo esquema de tasas parece ser: i) reestablecer la prima de tiempo entre pasivos del BCRA a 1 día y a 28

días, y ii) forzar una licuación de los saldos reales dada la inacción ante la fuertísima aceleración inflacionaria. Respeto al primer objetivo, se busca que a los bancos no les sea indistinto tener su liquidez colocada en Pases y LELIQ, forzando su retorno a este último instrumento. Vale recordar que entre el 17 de noviembre y ayer las LELIQ bajaron de \$13,97 billones a \$3,3 billones, mientras que los Pases subieron de \$9,2 billones a un estimado de \$19,5 billones. De esta manera, se intenta que dejen de achicar balance (venían rechazando Cuentas Remuneradas y Plazo Fijo), dado las señales de que no habrá ningún tipo de reestructuración de los pasivos del BCRA (léase, Plan Bonex), y, a su vez, estirando la duración de los depósitos (crecimiento de los Plazo Fijo), volviendo menos líquidos los agregados monetarios. Aquí se dejan traslucir objetivos un tanto contrapuestos, como evitar mayor liquidez (lo que favorece la velocidad de circulación del dinero), pero al mismo tiempo dejar una tasa de interés muy negativa, lo que alienta al desarme de depósitos a plazo, mayor liquidez y rotación del dinero. Como referencia de la licuación de saldos reales que se producirá en estas condiciones, la tasa de interés real anual (TEA) con una inflación de 25% mensual es -76% y con una de 30% es -85%, cuyas equivalencias en términos mensuales son -11,3% y -23,1%. No hubo mención a la remoción de la tasa mínima para los Plazo Fijo (133% TNA o 253,3% TEA para depósitos hasta \$30 millones y 126% TNA o 231,7% TEA para depósitos mayores a \$30 millones), por lo que los bancos deberán salir de Pases hacia LELIQ para evitar un deterioro en el margen de intermediación financiera. A modo de ilustración, si se mantuviera la composición de Pasivos Remunerados a ayer, la tasa promedio ponderada de los mismos bajaría de 252,2% a 183,5%.

3.- Se iniciaron conversaciones con entidades financieras internacionales para mejorar la liquidez de las reservas en el corto plazo con el objetivo de “normalizar el pago de deudas comerciales y disminuir la incertidumbre en torno a la atención de servicios financieros”. La autoridad monetaria mencionó que hay un “diálogo formal con organismos internacionales, incluyendo el Fondo Monetario Internacional”. Respecto al FMI, ayer el organismo publicó un [comunicado](#) en el cual celebró las medidas adoptadas por Argentina y titularon que “este nuevo paquete de medidas constituye una buena base para proseguir las discusiones encaminadas a reconducir el actual programa”. Según trascendidos periodísticos, el pago de principal por alrededor de US\$920 millones se realizaría con un préstamo “puente” de la CAF, como ya ocurrió a fines de julio. Vale destacar que todavía no se inició la séptima revisión del *Extended Fund Facilities* (EFF) que podría resultar en un desembolso por US\$3.300 millones, aunque desde el BCRA advierten que deberán pedir un “*waiver*” por el incumplimiento de las metas del tercer trimestre. Entendemos que con el programa caído también se tomará alguna decisión acerca de la octava revisión del programa, pautada para marzo 2024, en la cual se revisarán las metas del cuarto trimestre e implicaba un desembolso por un poco menos de US\$1.100 millones. Cabe recordar que la sexta y séptima revisión del EFF fue en conjunto, por lo que algo similar podría volver a ocurrir, desembolsándose US\$4.400 millones de una sola vez.

4.- Respecto a la deuda comercial, el Banco Central declaró que “se pondrán a disposición de los importadores uno o más instrumentos financieros emitidos por el BCRA y pagaderos en dólares que podrán suscribir voluntariamente en pesos para hacer frente al cumplimiento de sus compromisos comerciales”. En base a nuestros cálculos, estimamos que la deuda de importaciones de bienes y servicios era de alrededor de US\$59.800 millones en octubre, aunque suponemos que habría continuado incrementándose hasta el fin de la gestión Fernández. De este monto, US\$34.900 millones sería deuda *intercompany* (58% del total), mientras que los restantes US\$24.900 millones (42% del total) sería deuda con acreedores del exterior no relacionados. La deuda comercial “objetivo” sería el diferencial desde diciembre 2021 (a partir de la Comunicación A. 7466 del BCRA) que trepa a US\$12.783 millones en el caso de la deuda con no relacionadas y US\$16.549 millones en el de la deuda *intercompany*. Consideramos que la deuda no *intercompany* tendrá prioridad a la hora de ser tratada. Asimismo, el BCRA detalló que estos instrumentos *dollar linked* también ayudarán a disminuir el monto de pasivos remunerados.

Composición de la deuda comercial



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Qué esperamos? Primera reacción del mercado

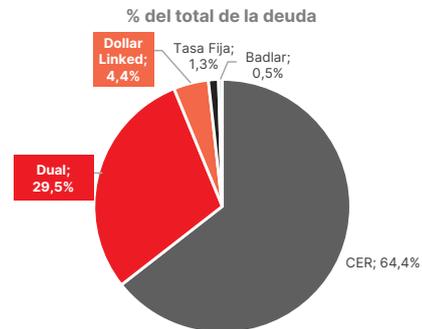
A priori es importante destacar que los anuncios nos dejaron una buena sensación, por lo cual esperamos una reacción positiva sobre el riesgo país, y, por lo tanto, sobre los activos argentinos. En primer lugar, la importancia del ancla fiscal es innegable. Los primeros lineamientos del plan otorgaron una visión más completa y detallada de las partidas fiscales en las que se focalizará el ajuste. En este punto, el plan para alcanzar el equilibrio financiero en 2024 adoptó una forma “plausible”, lo cual el mercado verá con buenos ojos. En tanto, el salto de tipo de cambio estuvo por arriba de lo esperado por el mercado, mientras que para los próximos meses el equipo económico planea un crawling peg muy por debajo de la inflación y la tasa de interés. Este último punto será importante para evaluar el comportamiento de la deuda dollar linked en el corto plazo.

Spread TX24-TV24: Fuerte baja esperada



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda DL+Dual representa 9,6% del PBI



En síntesis, esperamos una buena performance de la deuda soberana (+2,5/+4,3% esta mañana) y el equity, mientras que esperamos un cambio de valor relativo desde instrumentos DL en favor del CER. A su vez, nos mantenemos constructivos con el peso de mediano plazo. Creemos que los dólares financieros subirán al comienzo, pero en menor medida que el salto del dólar oficial. Ergo, una brecha bastante más acotada. No obstante, los meses del verano (hasta la cosecha gruesa) serán desafiantes y el mercado seguirá al detalle la ejecución del plan en los números fiscales. A continuación, escribimos sobre cada tipo de instrumento:

| Activos | Ajuste | Reacción Esperada | Motivos |
|----------------------------|----------------|---------------------------------|--|
| Dólares Financieros | | Negativo (mediano plazo) | La buena sensación que nos dejaron los primeros lineamientos debería evitar un reacomodamiento de la brecha cambiaría. Ergo, esperamos que el CCLAumente en términos nominales, pero muy por debajo del salto del dólar oficial. De hecho, si las señales fiscales se fortalecen o aparecen nuevos drives positivos la brecha podría volver a disminuir. Los desafíos de ejecución del plan serán significativos en los próximos meses, por lo cual todavía mantenemos algo de cautela durante los meses hasta la cosecha gruesa. |
| Deuda Soberana Hard Dollar | | Muy Positivo | La importancia del ancla fiscal es innegable. Los primeros lineamientos del plan otorgaron una visión más completa y detallada de las partidas fiscales en las que se focalizará el ajuste. En este punto, el plan para alcanzar el equilibrio financiero en 2024 adoptó una forma "plausible", lo cual el mercado verá con buenos ojos. Asumiendo que la política permite la ejecución fiscal, este plan de estabilización es un puntapié inicial para una unificación más ordenada en unos meses, y, por lo tanto incrementa la probabilidad de pago nuevamente en 2024/2025. De esta manera, deberíamos ver mayor compresión de indenture (mayor valor relativo de 29s/30s/35s/46s sobre 38s/41s) y una suba más pronunciado en el tramo corto de la curva. |
| Spread de Legislación | | Muy Positivo | No hubo especificaciones puntuales sobre el tema, pero el clima constructivo debería ser más exacerbado sobre la deuda Ley Argentina. Resolver los problemas de fondo, más allá de la voluntad expresa del Presidente de honrar todos los contratos, juega a favor de recortar el diferencial de legislación. |
| Deuda Soberana en Pesos | CER | Muy Positivo | La reacción del plan creemos que favorecerá a los instrumentos ajustables por inflación por sobre todas las estrategias de cobertura cambiaría. A pesar de no observar un pass through con la misma violencia que en la devaluación post-PASO de Massa -por la señal fiscal-, la inflación de los próximos meses deberá reflejar buena parte del salto cambiario y del sinceramiento de precios relativos para cerrar el agujero fiscal. Sin un fuerte incremento de brecha -como mencionamos más arriba-, habiendo sucedido la mayor parte de la compresión de brecha, y teniendo en cuenta que el equipo económico planea un crawling peg muy por debajo de esos niveles, el atractivo de las estrategias Dollar Linked debería caer. |
| | DL/Dual | Negativo | |
| Merval/Arg. Equity | | Muy Positivo | Desde ayer ya veíamos al Merval adelantarse a las medidas económicas que anunciaría Luis Caputo por la tarde. El índice finalmente superaba su valor previo a las PASO 2019 en términos corrientes al posarse en US\$969, y en pesos quedó a unos pocos pasos de su máximo histórico. Hoy, conocidas las medidas, esperamos que el rally continúe pues el anuncio fue la primera señal contundente de un potencial ordenamiento fiscal. Sin embargo, el impacto sobre los distintos activos probablemente no sea parejo. Por un lado, el dólar oficial a \$800, alcanzando \$850 para exportación por su mix entre MULC y CCL, sin duda será motivo de impulso para el sector energético que verá sus márgenes expandirse en el corto plazo. No obstante, no lo será para los sectores más pesificados, como los bancos, que verán retroceder sus retornos en términos del dólar. Adicionalmente, la eliminación de la discrecionalidad de las SIRA a la hora de importar quitará un escollo para el desarrollo de Vaca Muerta, cuya mayor limitación actual es por el tamaño de su infraestructura. Así como señaló Ricardo Hosel, CEO de Oldelval, en el Energy Day, son necesarias las importaciones para finalizar las obras que llevarán a duplicar la red de transporte de crudo. También es cierto, que el precio del dólar para la importación, que se situará en \$940, llevará a que se evalúen más punzantemente los proyectos de expansión por lo que podría frenar el ritmo de crecimiento parcialmente. Adicionalmente, el sector de materiales posiblemente no sea uno de los más favorecidos frente al anuncio de una pausa en la obra pública nueva y una suspensión de los proyectos aun no iniciados. Por último, reducir los subsidios de energía y el transporte con el objetivo de disminuir el déficit fiscal, potencialmente beneficiará al sector de servicios públicos, aunque adicionalmente requerirá de una actualización tarifaria para ponerse a punto. |
| ROFEX (Futuros de Dólar) | Cortos (Dic23) | Positivo | De acuerdo con el precio de cierre de ayer del contrato de diciembre (\$754), y sumando el crawling del 2%, el tipo de cambio oficial se situó por arriba. |
| | Largos | Negativo | |

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Analyst

dmendez@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Intern

lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.