

Será posible evitar una devaluación?

Gabriel Rubinstein (*)

(*) Director GRA Consultora. N# 1 Ranking Consultoras por aciertos acumulados REM a setiembre 2020 (GRA)

Contexto Político: la exagerada influencia del Instituto Patria

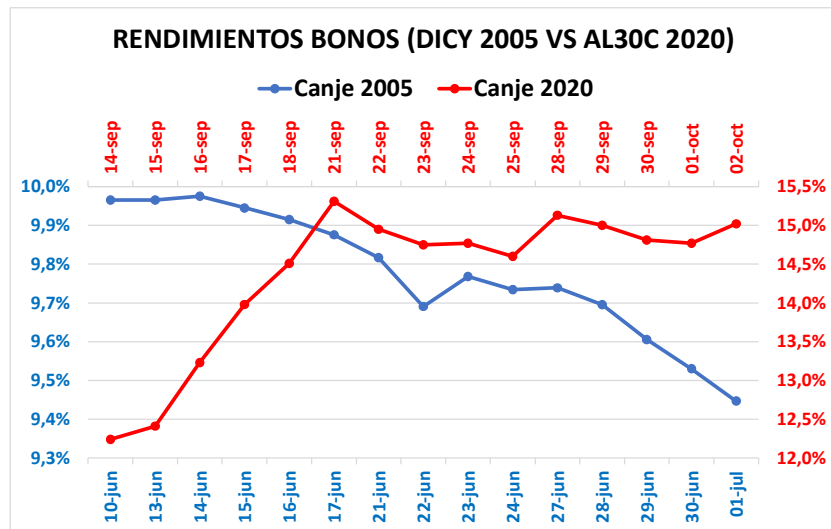
	“Esperada”	“Efectiva”
• Instituto Patria	40%	70%
• Massismo	10%	resto: 30%
• Albertismo	10%	
• Gobernadores	20%	
• Sindicalismo	20%	

Iniciativas y Fantasmas que generan temor, fuga de capitales y de empresas

- Vicentin
- Latam
- Edenor
- Decreto Telcos
- Impuesto Riqueza
- ATP contra acciones de empresas
- Reforma Judicial
- Traspaso Jueces
- Manotazo a CABA
- Mas impuestos?
- Manotazo a reservas argéntolares?
- Etc, etc

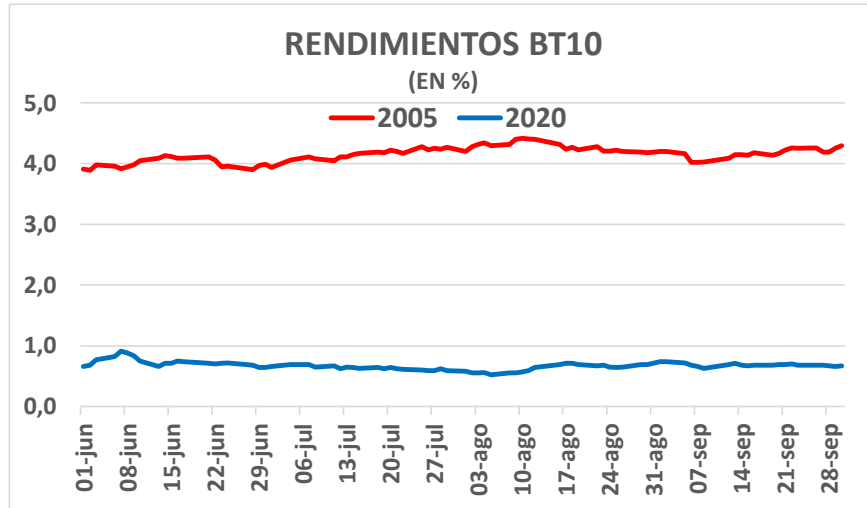
GRA

En ese contexto: suba del dólar, brechas, y crisis cambiaria, sin poder capitalizar éxito canje de deuda



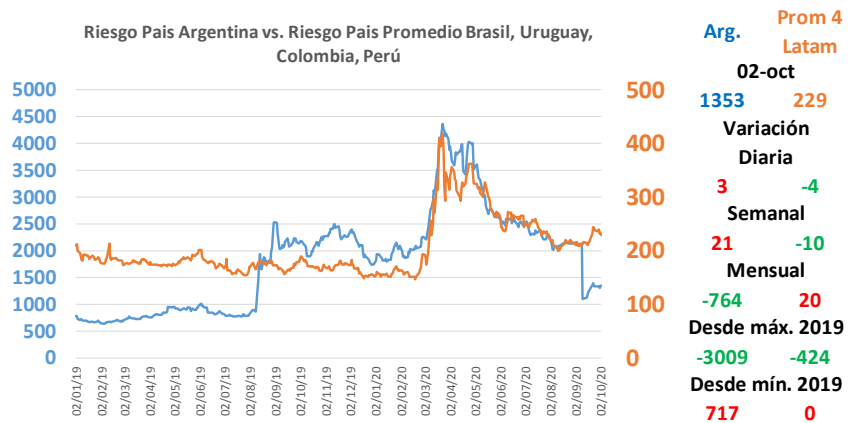
GRA

En ese contexto: suba del dólar, brechas, y crisis cambiaria, sin poder capitalizar éxito canje de deuda



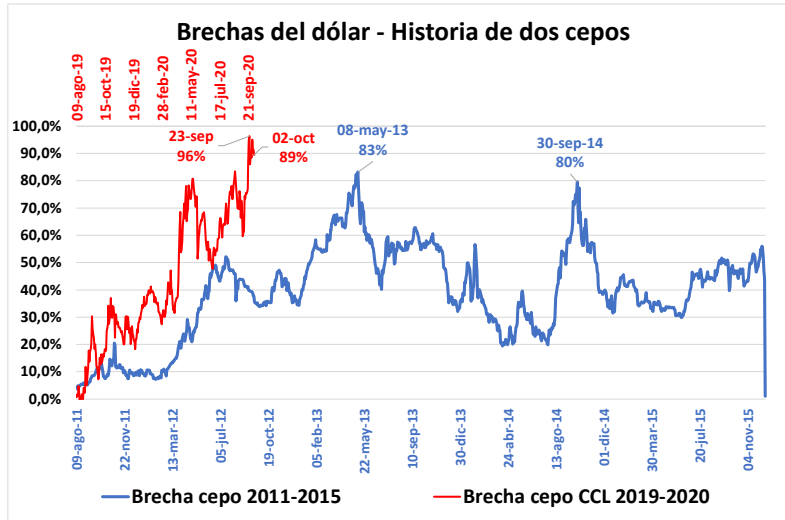
GRA

En ese contexto: suba del dólar, brechas, y crisis cambiaria, sin poder capitalizar éxito canje de deuda



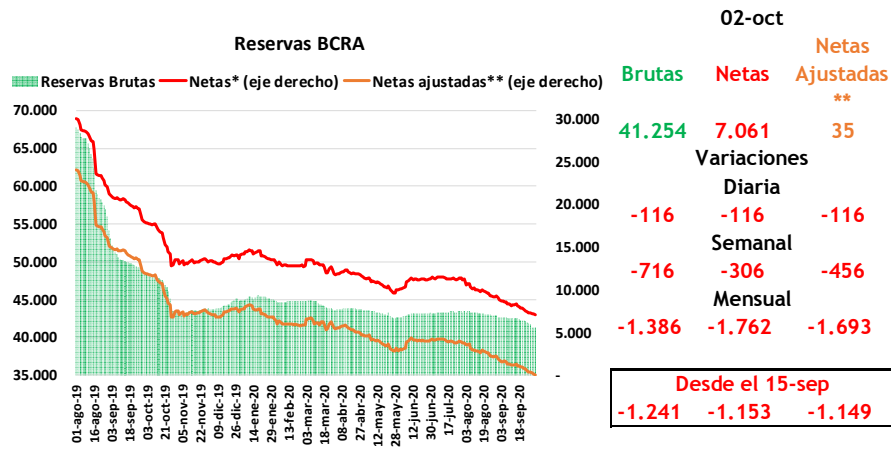
GRA

En ese contexto: suba del dólar, brechas, y crisis cambiaria, sin poder capitalizar éxito canje de deuda



GRA

Reservas se agotan.

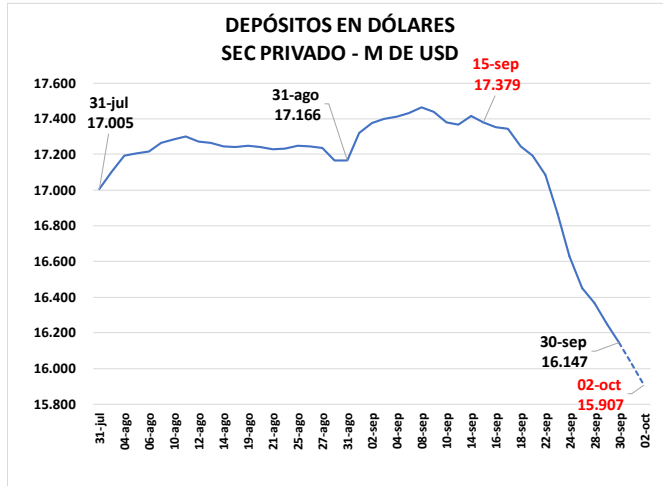


* Reservas Netas: Reservas Brutas menos encajes, swaps con China y otros y deuda con OI

** Reservas Netas Ajustadas = Reservas netas menos DEGs y Oro

GRA

Reservas se agotan.



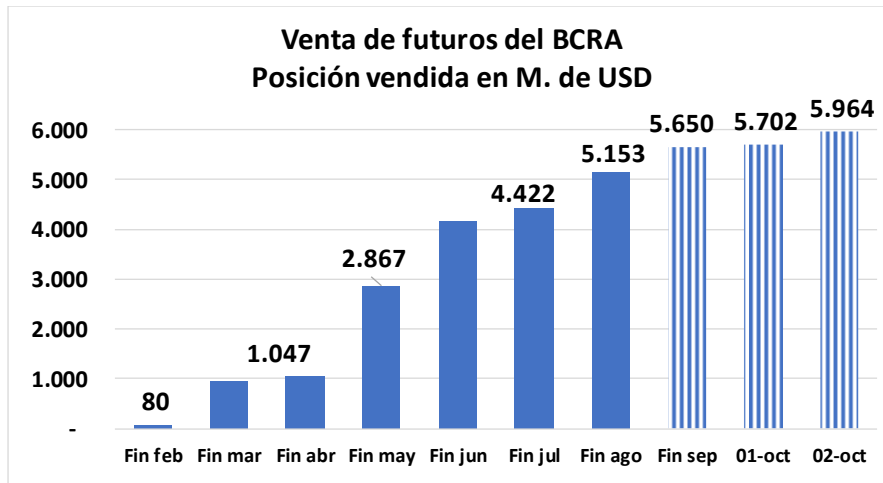
DATOS OFICIALES AL
30-sep

CAIDA DE
ARGENTÓLARES
VARIACIÓN EL 30/09
-103
EN LA SEMANA AL 30/09
-719
DESDE 15/09 AL 29/09
-1.232

ESTIMACIÓN CAIDA
ARGENTÓLARES
ULTIMAS 48 HS
-240
ESTIMACIÓN CAIDA
ACUMULADA DESDE
15/09 HASTA 01/10
-1.472

GRA

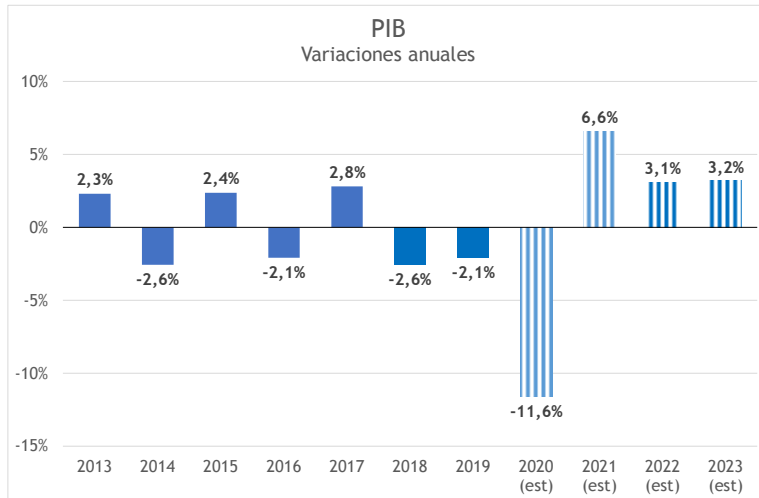
Reservas se agotan.



Hasta fin de agosto datos BCRA. Luego estimaciones propias

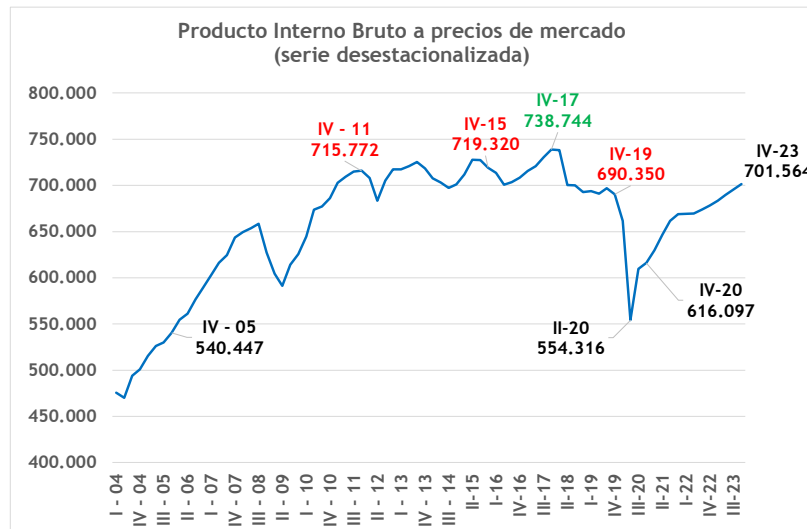
GRA

Recuperación económica mediocre



GRA

Recuperación económica mediocre



GRA

Ajuste fiscal muy leve

	Millones de \$		Variaciones		% del PIB		
	2020	2021	Var 20/19	Var 21/20	2019	2020	2021
INGRESOS TOTALES	4.663.840	7.109.731	18,5%	52,4%	17,6%	17,4%	18,4%
Tributarios	4.238.361	6.580.233	23,4%	55,3%	15,3%	15,8%	17,0%
Rentas de la propiedad	147.024	198.599	-34,2%	35,1%	1,0%	0,5%	0,5%
Otros ingresos corrientes	172.419	170.700	7,5%	-1,0%	0,7%	0,6%	0,4%
Ingresos de capital	106.036	10.200	-11,4%	-90,4%	0,5%	0,4%	0,0%
Impuesto riqueza		150.000					0,4%
GASTOS PRIMARIOS	6.556.823	9.027.406	62,6%	37,7%	18,0%	24,5%	23,3%
Gastos corrientes primarios	6.256.316	8.227.406	64,8%	31,5%	17,0%	23,3%	21,2%
Prestaciones sociales	3.787.711	5.170.570	55,3%	36,5%	10,9%	14,1%	13,4%
ATP	298.292	40.000	n/a	-86,6%	0,0%	1,1%	0,1%
Subsidios económicos	640.084	830.016	89,1%	29,7%	1,5%	2,4%	2,1%
Gastos de funcionamiento y otros	904.357	1.341.835	28,1%	48,4%	3,1%	3,4%	3,5%
Transferencias a provincias	343.271	325.000	168,5%	-5,3%	0,6%	1,3%	0,8%
Otros gastos corrientes	282.602	519.986	52,3%	84,0%	0,9%	1,1%	1,3%
Gastos de capital	300.507	800.000	27,1%	166,2%	1,1%	1,1%	2,1%
RESULTADO PRIMARIO	-1.892.983	-1.917.675	1890,1%	1,3%	-0,4%	-7,1%	-5,0%
Intereses	543.429	670.687	-25,0%	23,4%	3,2%	2,0%	1,7%
RESULTADO FINANCIERO	-2.436.412	-2.588.362	197,3%	6,2%	-3,7%	-9,1%	-6,7%

GRA

MEDIDAS Y POSIBLES EFECTOS

- Aumenta de liquidación de exportaciones por USD 3.500 M ?
- Menos uso de reservas en USD por uso de yuanes con China (USD 700 M de importaciones mensuales)?
- Se reducen sintéticos y sube tasas de bonos en pesos y se reduce exposición de BCRA en futuros?
- Switch de Leliqs a Pases por \$250.000 M para equilibrar quasi fiscal de suba de tasas de Pases
- En tasa pasiva no cambia. En tasa activa sube un poco caución y/o call a empresas

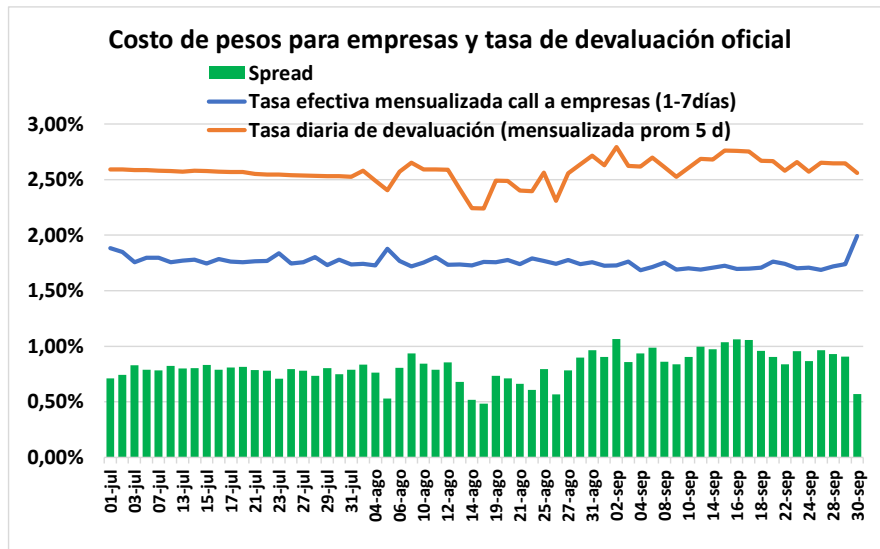
GRA

MEDIDAS Y POSIBLES EFECTOS

Cambio de tasas política monetaria y adecuación de Leliqs						
	sep-20			oct-20		
	% depósitos	Tasa antes	Rentabilidad de posicion	adecuación en % depósitos	Nueva tasa	Rentabilidad de posicion
Pases	12,1%	19%	2,3%	16,8%	24%	4,0%
Leliqs excedentes	23,5%	38%	8,9%	18,8%	38%	7,1%
Total	35,6%		11,2%	35,6%		11,2%

GRA

MEDIDAS Y POSIBLES EFECTOS TASAS



GRA

MEDIDAS Y POSIBLES EFECTOS

	RESERVAS NETAS	TIPO DE CAMBIO LIBRE	PIB	IMPACTO FISCAL	ALZA INFLACIÓN
Desgravación de Bs Personales a los activos fcieros en \$ (ON)	NADA	NADA	NADA	NEGATIVO (APENAS)	IRRELEVANTE
Dex Bs finales e industriales a 0%	APENAS	APENAS	APENAS	NEGATIVO (APENAS)	APENAS
Dex insumos elaborados ind bajan a 3%	APENAS	APENAS	APENAS	NEGATIVO (APENAS)	APENAS
Dex Automotriz fuera Mercosur 0% (x incremento)	APENAS	APENAS	APENAS	NEGATIVO (APENAS)	APENAS
Suba de hasta 7% de reintegros expo (seg valor agregado bienes finales industriales)	LEVE	LEVE	LEVE	NEGATIVO (POCO)	MUY POCO
Suba de hasta 5% de reintegros expo (seg valor agregado insumos elab. Industriales)	LEVE	LEVE	LEVE	NEGATIVO (POCO)	MUY POCO
Reducción Dex metales al 8% (desde 12%)	LEVE	LEVE	LEVE	NEGATIVO (POCO)	MUY POCO

GRA

MEDIDAS Y POSIBLES EFECTOS

	RESERVAS NETAS	TIPO DE CAMBIO LIBRE	PIB	IMPACTO FISCAL	ALZA INFLACIÓN
Compensación a pequeños y medianos productores por hasta \$11.500 M	NADA	NADA	MUY LEVE	NEGATIVO	LEVE
Reducciones retenciones soja 33% a 30% y luego incremental (31,5%/32%/33% en enero).	MEJORA TEMPORAL	LEVE BAJA TEMPORAL	NADA	NEGATIVO	MÁS POR MÁS DEFICIT
Subproductos soja bajan Dex a 27% (sube a 30-31% en enero)	MEJORA TEMPORAL	LEVE BAJA TEMPORAL	LEVE	NEGATIVO	MÁS POR MÁS DEFICIT
Biodiesel Dex a 26% desde 30% (29% en enero del 2021).	MEJORA TEMPORAL	LEVE BAJA TEMPORAL	LEVE	NEGATIVO	MÁS POR MÁS DEFICIT
Beneficios impositivos para construcción	NADA	NADA	LEVE MEJORA	NEGATIVO (LEVE)	IRRELEVANTE
Exención por 3 años sobre los activos financieros destinados a nuevas construcciones.	NADA	NADA	LEVE MEJORA	NEGATIVO (LEVE)	IRRELEVANTE
Diferimiento de Ganancias y del ITI por aportar por ejemplo, un terreno, a una obra hasta el momento de finalizada o cobrada.	NADA	NADA	LEVE MEJORA	NEGATIVO (LEVE)	IRRELEVANTE
Seguro privado para promover crédito hipotecario	NADA	NADA	INSIGNIFICANTE	NADA	NADA

GRA

MEDIDAS Y POSIBLES EFECTOS

	RESERVAS NETAS	TIPO DE CAMBIO LIBRE	PIB	IMPACTO FISCAL	ALZA INFLACIÓN
Emisión bono dólar link (implica baja stock leliq)	POSITIVO INDIRECTO	PRESION BAJISTA	NADA	DEPENDE TASA VS DÓLAR	DEPENDE
Fin de crawling peg. Volatilidad	NADA	DEPENDE	NADA	NADA	DEPENDE
Intervención en mercado bonos	NADA	BAJA TEMPORAL CON SUBA RIESGO PAÍS	NADA	EVENTUAL SUBA	NADA
Uso de swap chino para impo	MEJORA TEMPORAL	INDIRECTA BAJA	NADA	COSTO CUASIFISCAL	NADA
IED: Acceso al MULC	APENAS	NADA	APENAS	NADA	NADA

GRA

Que sería un dólar de “equilibrio”?

- Que lograra equilibrar la Cuenta Corriente externa?
- Que lograra tener un salario “competitivo” para favorecer exportaciones?
- Que lograra el pleno empleo?
- Que atendiera a las “aspiraciones” sociales y económicas de los argentinos?
- Que lograra equilibrar el portfolio financiero de los argentinos?

GRA

Cuenta Corriente Balance de Pagos

- No olvidar, que la Cuenta Corriente es en última instancia, una variable macroeconómica de índole “financiera”:
- $Cta\ Cte = (Ahorro\ Privado - Inversión\ Privada) + Ahorro\ Público$
- El tipo de cambio, para hacer aumentar la cuenta corriente, debe hacer aumentar el ahorro nacional (o bajar la inversión)

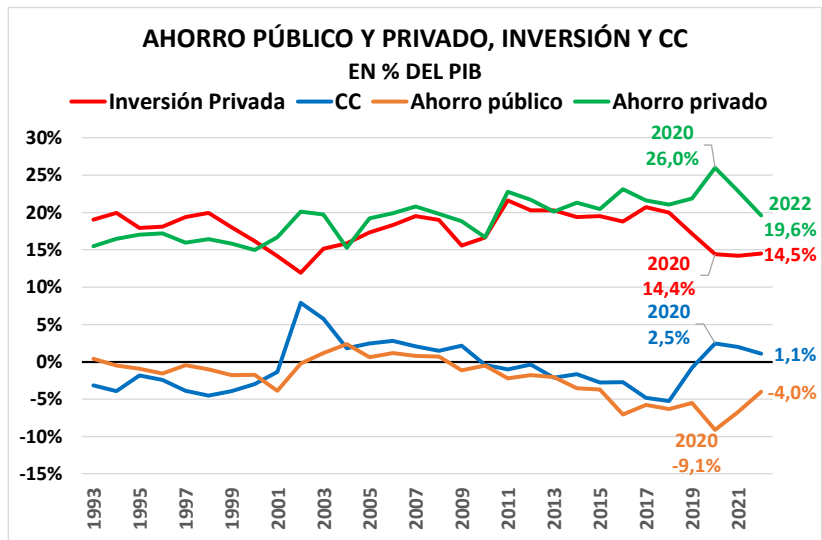
GRA

Ahorro Nacional, con devaluación real del dólar

- Sector Privado:
 - Tiende a aumentar, porque industrias, agro y otros beneficiados, tienden a ahorrar más que no beneficiados (asalariados)
- Sector Público:
 - Devaluación nominal, por única vez, implica más ahorro por “impuesto inflacionario”
 - Devaluación real:
 - Favorece cierto control de gastos (aumenten menos que inflación)
 - Favorece cobro impuestos a exportación

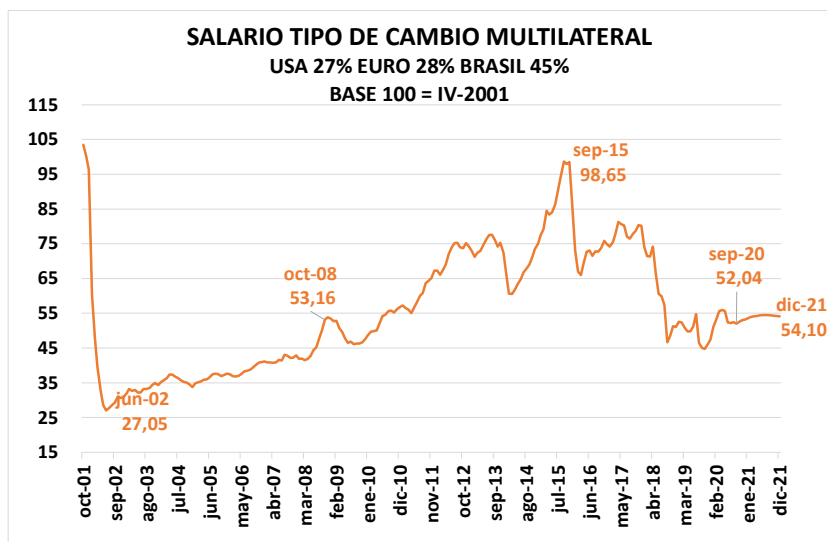
GRA

Evolución ahorro público y privado



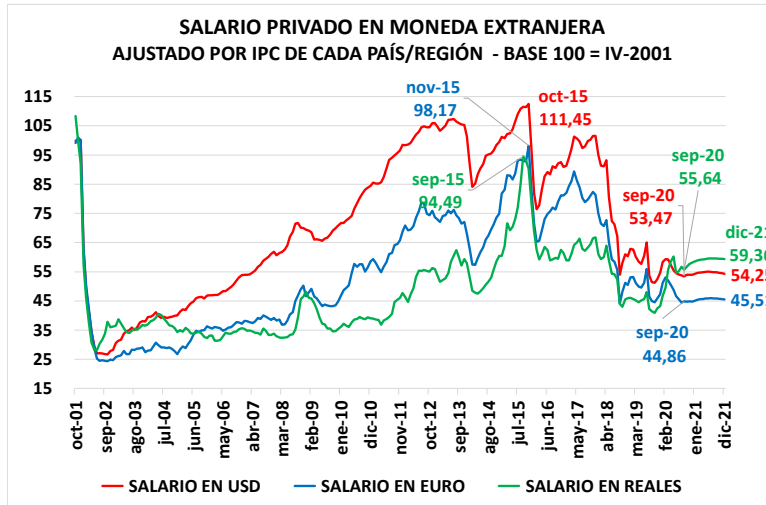
GRA

Salarios, lucirían “competitivos”



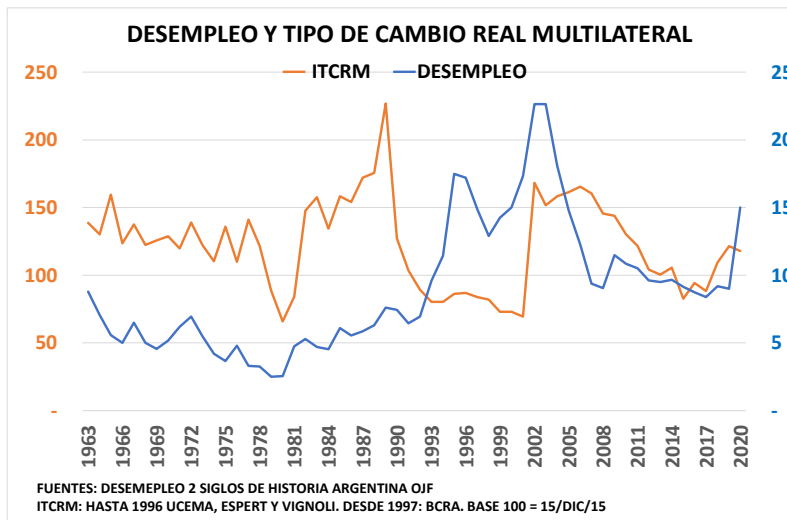
GRA

Salarios, lucirían “competitivos”



GRA

Desempleo: cuanto incidirá TCRM?



GRA

Demanda “social aspiracional”

- Habría una demanda social, por obtener salarios mayores a los de equilibrio, y desempleo menor al de equilibrio
- Gobiernos, una y otra vez, buscan eso (tendencia estructural al populismo), y una y otra vez, chocan con imposibilidades económicas (cambiarías, etc).
- Ver: “La paradoja populista” (Gerchunfoff, Rapetti, de Leon, 2020)

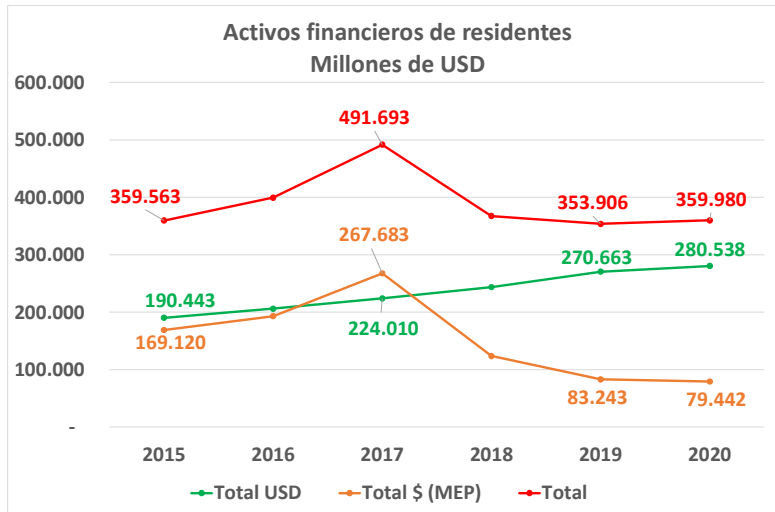
GRA

Equilibrio en portafolios financieros

- Depende crucialmente del estado de “confianza” existente
 - Dimensión política (desconfianza al Gobierno)
 - Dimensión fiscal (desconfianza respecto a mejora fiscal suficiente)
- Implica, equilibrios múltiples
- Máximo reciente: mejor momento de Macri (fines de 2017)
- Mínimo reciente: situación actual

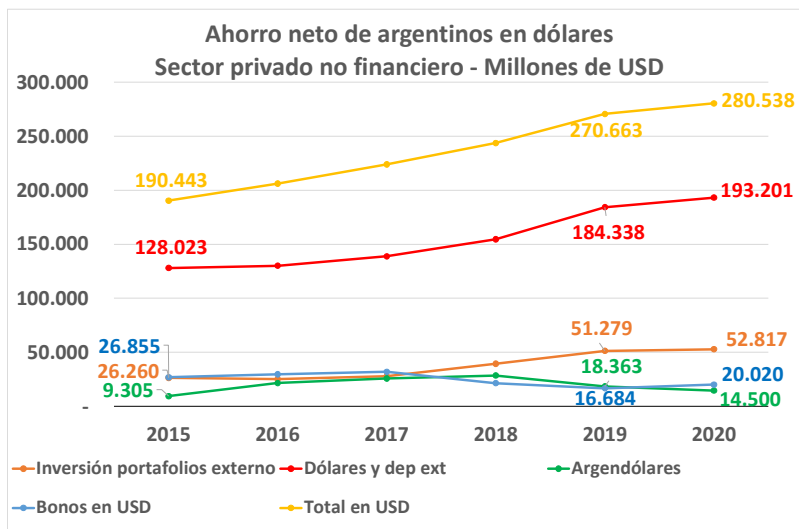
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



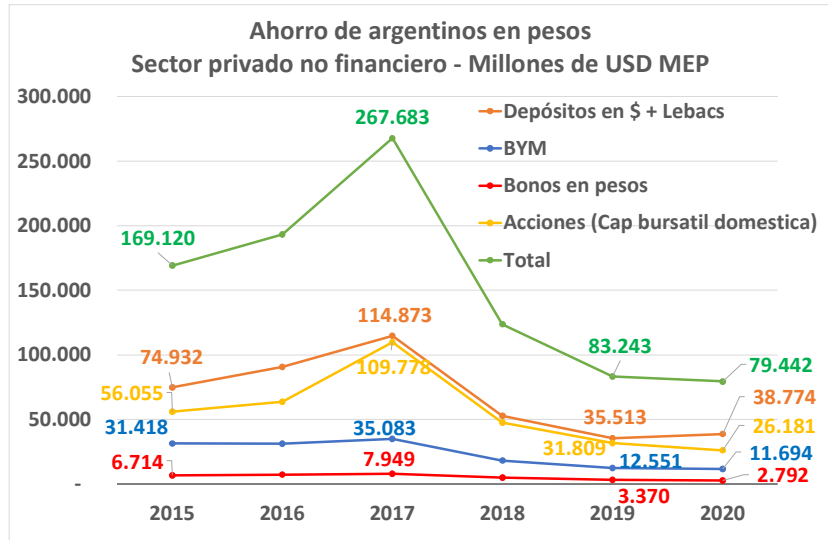
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



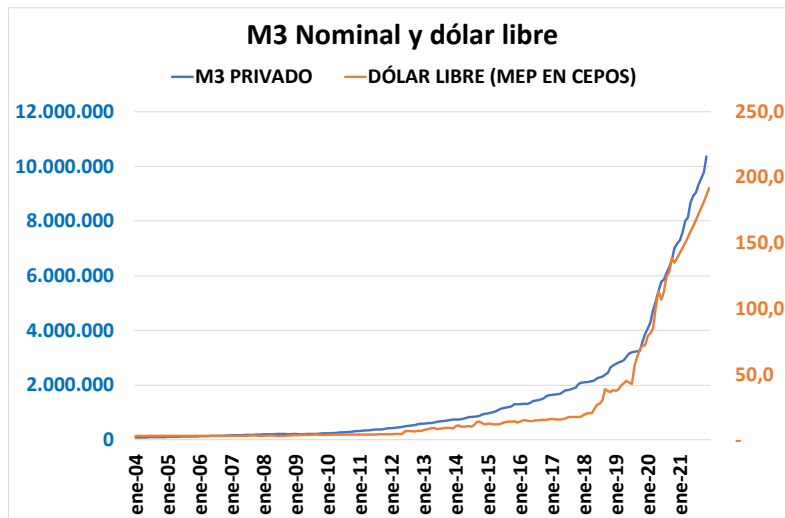
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



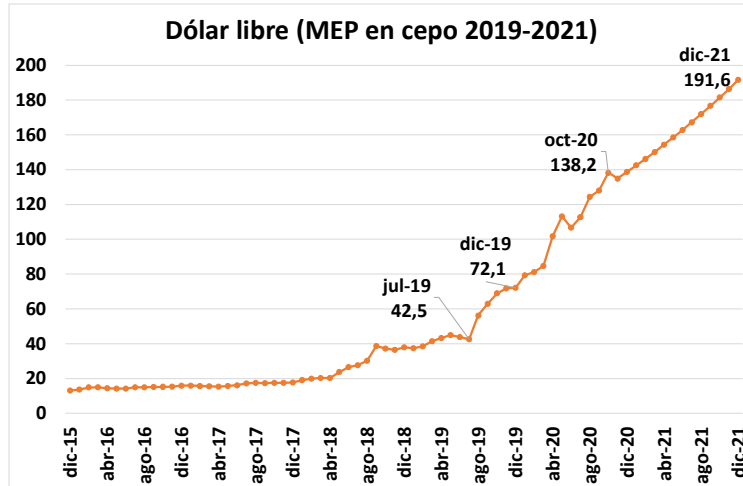
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



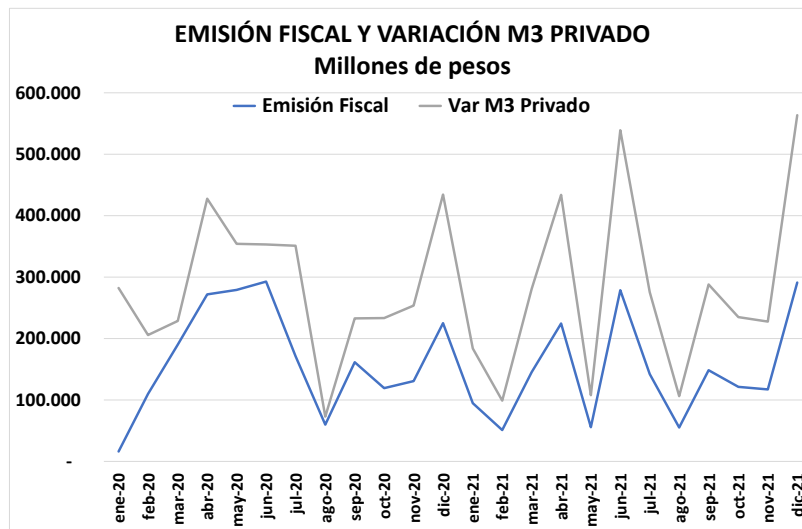
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



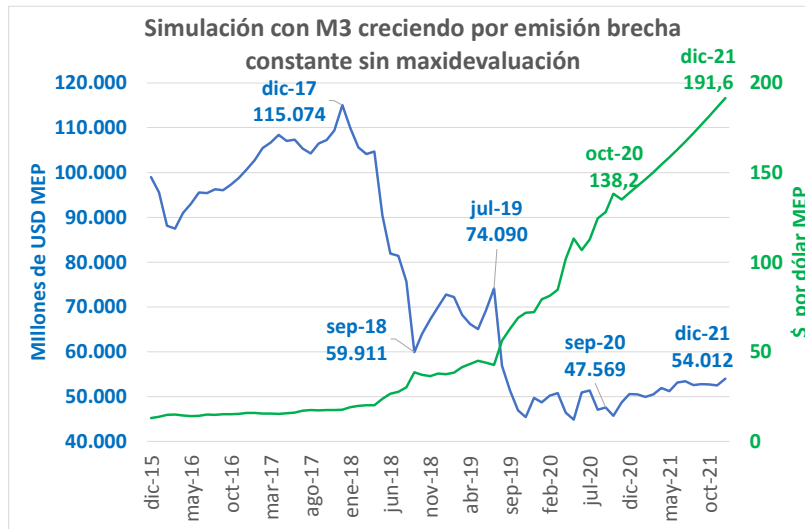
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



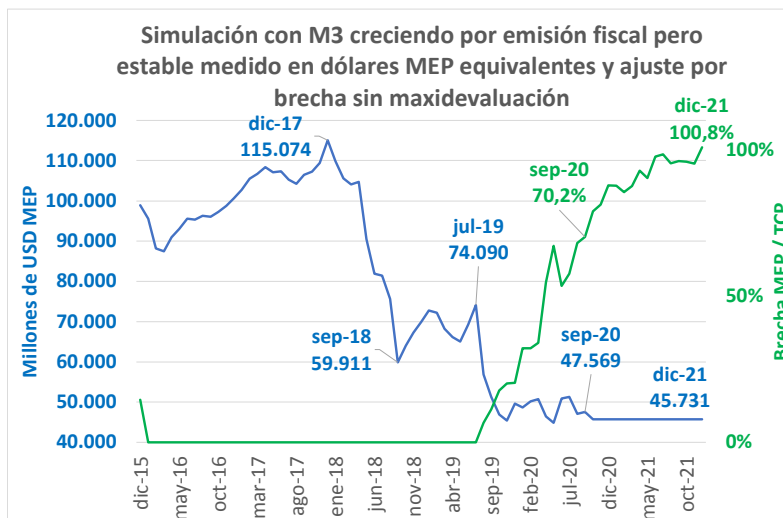
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



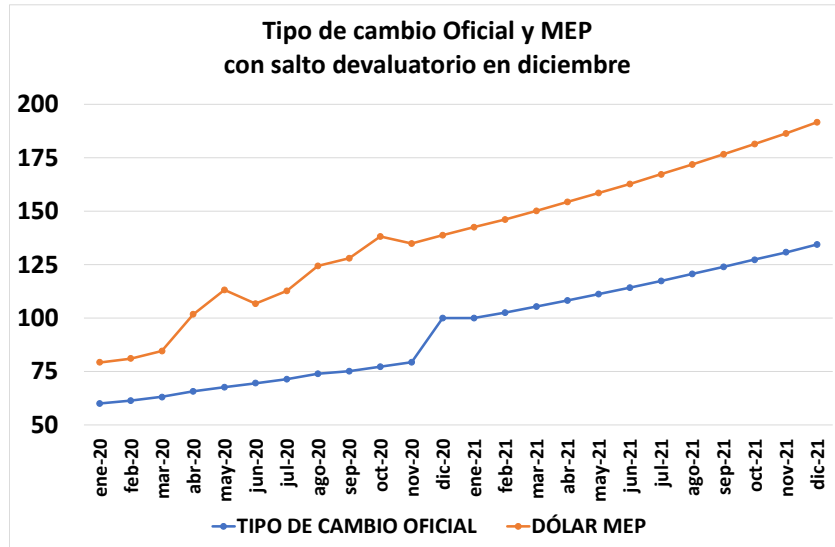
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



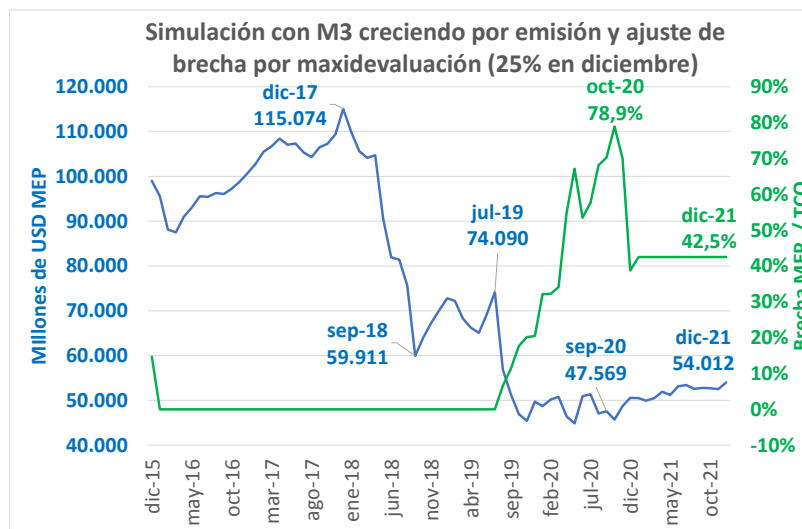
GRA

Equilibrio en portafolios financieros



GRA

Equilibrio en portafolios financieros



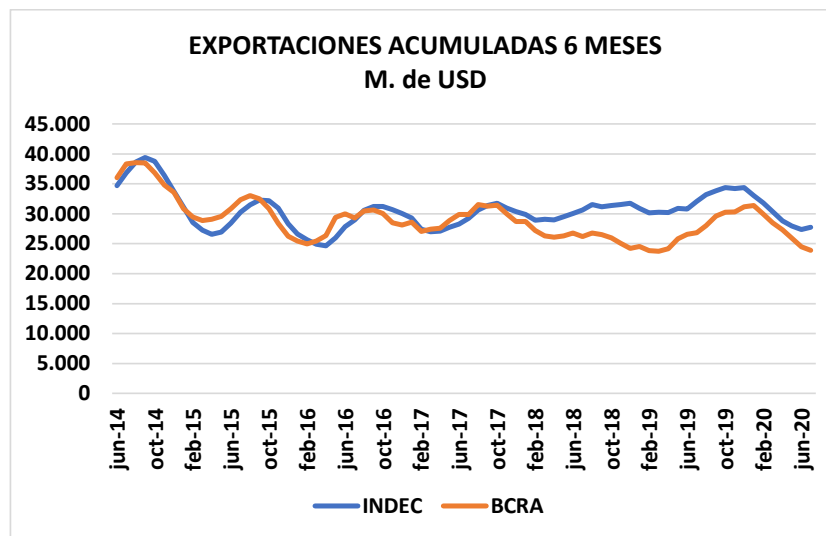
GRA

Brechas altas

- En Impo:
 - Sobrefacturar
 - Pagos anticipados
 - Cancelación de deudas
- En expo:
 - Subfacturación
 - No liquidación cosecha
- En deudas
 - Pago deudas en dólares
 - Tomar crédito en pesos para pagos deudas en dólares

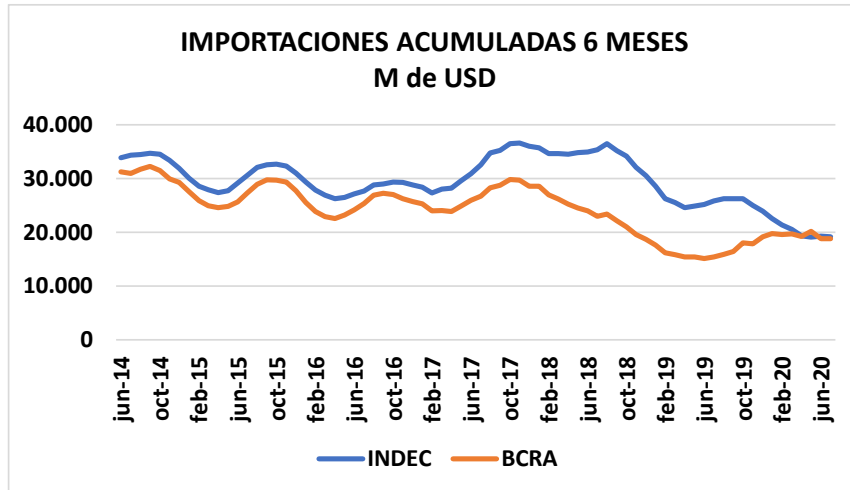
GRA

Brechas Altas



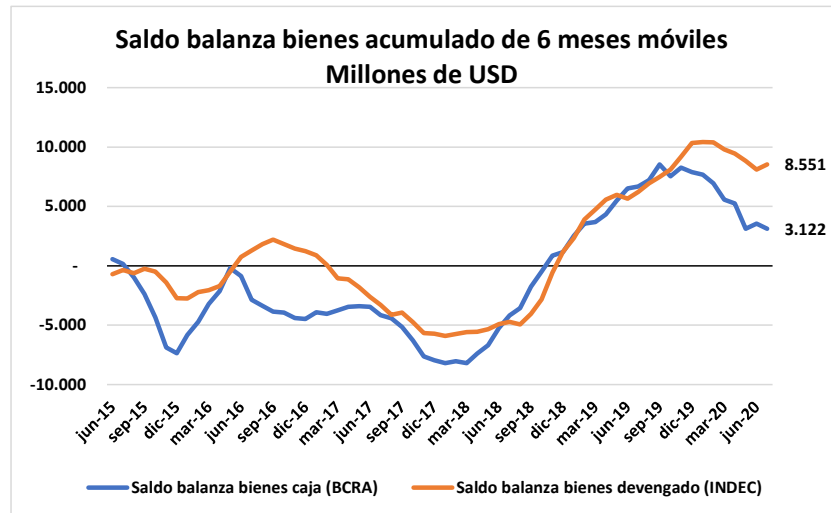
GRA

Brechas Altas



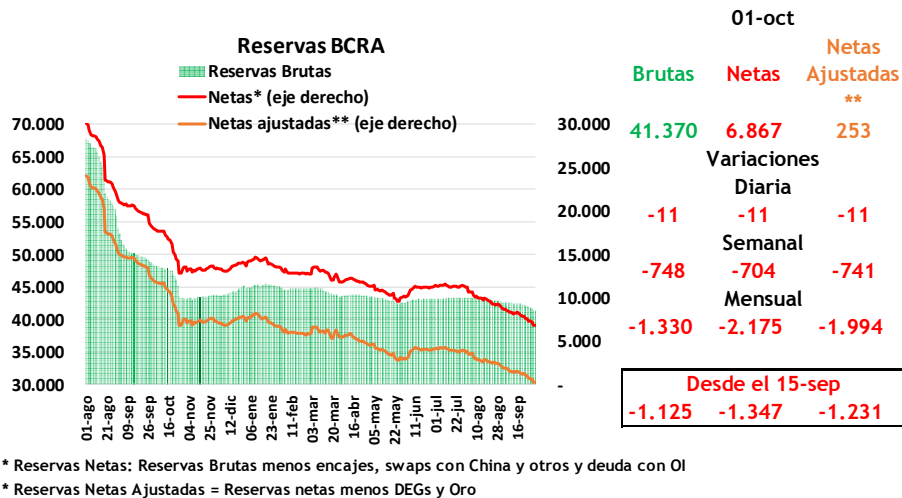
GRA

Brechas Altas



GRA

Brechas Altas



GRA

Conclusiones

- Muy difícil bajar dólar CCL /MEP/Blue sin cambios en:
 - Ambiente general de “confianza”
 - Perspectiva de mejora fiscal apreciable
 - Crucial: acuerdo con el FMI
- Si no baja MEP brecha alta: dinámica muy complicada
- Sólo bajaría fuerte (o desaparecería, es decir levantar cepos), si como parte de un Plan más “confiable”, hubiera una maxi devaluación

GRA