

# Los límites del modelo actual

No es el dólar, es la macro

## Informe Mensual N° 135

2 de septiembre de 2020

### *Esquema del informe*

- I. Editorial
- II. Panorama Fiscal
  - a. Efecto Covid en las cuentas fiscales: más gasto, menos ingresos
  - b. El resto del gasto
  - c. Lo que queda del 2020
  - d. Proyección 2021: la cuenta de almacenero
- III. La política monetaria de la dominancia fiscal
  - a. El camino de la emisión
  - b. Los límites del señoraje
  - c. El camino de la emisión
- IV. La cuestión cambiaria
  - a. No vale la pena mantener el nivel actual
  - b. ¿Cómo abordarla?

**Guido Lorenzo**  
*Director Ejecutivo*  
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

**Melisa Sala**  
*Economista jefe*  
m.sala@lcgsa.com.ar

**Julia Segoviano**  
*Economista*  
j.sego-  
viano@lcgsa.com.ar

**Emilia Calicibete**  
*Analista*  
e.calici-  
bete@lcgsa.com.ar

**Florencia Blanc**  
*Analista*  
f.blanc@lcgsa.com.ar

**Bautista Bassi**  
*Analista*  
b.bassi@lcgsa.com.ar

**N**uevamente el país se empantanó en la cuestión del dólar. En medio de la recesión, caída de salario, achicamiento de la economía, etc. lo urgente ocupa la agenda. Sucede que nuevamente el país no puede resolver el problema del nivel tipo de cambio. Esta cuestión no está aislada de los otros problemas de la economía, sino que es un síntoma que surge de lo ya mencionado.

La política fiscal expansiva del 2020 implicó emitir hasta el momento \$ 1,5 Bn. Buena parte de la expansión fiscal se debe a programas específicos por la crisis sanitaria, otros obedecen al contexto, pero no son gastos directos de asistencia como el incremento de subsidios a la energía que refleja una decisión política de no querer modificar las tarifas en línea con la inflación.

Para el 2021 el ministro adelantó que buscará un déficit primario de 4,5% del PBI con una reasignación de más de 1 punto en gastos de capital, lo que implicará el doble desafío de reducir el gasto de asistencia y, además, de otras partidas para darle lugar a esta reasignación del gasto.

Si bien no hay plan explícito, se deja ver que el Gobierno apuesta por una recuperación de la mano de la obra pública. La incertidumbre y la carga tributaria mataron la iniciativa privada. El sector público puede hacer despegar a la economía solo si consigue fuentes de financiamiento adicionales a la emisión monetaria.

Existió un espacio para remonetizar la economía argentina luego del programa de emisión cero de la gestión de G. Sandleris al frente del BCRA, pero eso está llegando a límites que se evidencian en la brecha cambiaria, la pérdida de reservas en un contexto de superávit comercial y la aceleración de la inflación. Cabe preguntarse cómo se financiará la cuenta corriente en un marco de recuperación del mercado interno. Nuevamente, las miradas se posarán sobre el mercado cambiario y resurgirá la cuestión del tipo de cambio. Esta vez, lo urgente (la brecha y el drenaje de dólares) es lo importante. Sin embargo, los intentos por bajar el tipo de cambio paralelo en lugar de corregir el tipo de cambio oficial no parece que puedan solucionar la cuestión. Por ahora, la respuesta de política no se condice con este diagnóstico.

En la tan mencionada por A. Fernández recuperación del 2003, el sector público y el privado pujaron con fuerza y la economía recuperó lo perdido para luego crecer durante casi de 5 años. Esto fue gracias a elevar el gasto en medio de una situación de tipo de cambio hiper competitivo, lo que no aplica para los momentos actuales. Hoy la economía está ahogada. Con el sector público casi sin herramientas de financiamiento, hay que devolverle al sector privado algo de certidumbre y competitividad para que la recuperación no caiga solo en manos de la obra pública.

La única forma de hacerlo es atacando de raíz el problema que urge: el tipo de cambio. El nivel del tipo de cambio oficial una vez que se lo ajusta por presión tributaria no es alto, y el del contado con liquidación no es un nivel de overshooting. La productividad de la economía no está acorde a un dólar de \$75, sino que éste debería estar por encima, más aún para compensar, como se dijo, el crecimiento de la presión tributaria.

La insistencia en “amigarse con el cepo” como sugirió C. Todesca es una declaración ideológica, un poco caprichosa. Del otro lado, F. Sturzenegger insiste en que la causalidad es inversa: la falta de dólares es a causa del cepo en un mundo donde existe abundancia de capital. En este caso, parecería que poco se aprendió del pasado. Traer dólares por cuenta financiera es endeudamiento, y en parte su abuso, es lo que condujo a la situación actual. Los extremos a veces se tocan. Todesca y Sturzenegger no parecen comprender que el nivel del tipo de cambio es inadecuado para los fundamentos reales de la economía.

Los costos de devaluar son conocidos: pulverización del salario y dinámica inflacionaria que se acelera en esa tensión por tener un tipo de cambio real más alto. Sobre la cuestión del salario, estamos en el peor de los mundos.

En los últimos 3 años, medidos al contado con liquidación se registra una caída de los salarios similar a la registrada a la salida de la Convertibilidad (-70%), pero, aun cuando ya hemos pagado el costo de la devaluación en el salario, las empresas no pueden todavía apropiarse de ese 'beneficio'.

Sobre la dinámica inflacionaria, vale decir que no devaluar es retrasar el problema. La emisión excesiva actual tratando de acelerar la actividad vía la pata fiscal llevará a inflación futura.

Si parte de los costos de la devaluación están siendo pagados y otros son inevitables, ¿por qué no aprovechar los beneficios del tipo de cambio alto? Es una cuestión que no es fácil de abordar. Devaluar y dejar a la economía operar con déficit fiscal no solucionaría nada, pero con un tipo de cambio alto se podría ir cediendo el lugar del gasto público a la iniciativa privada. El problema es que hay conflictos de temporalidad, la transición va a ser costosa económica y políticamente. Ningún gobierno en los últimos años se ha animado a realizar esta corrección.

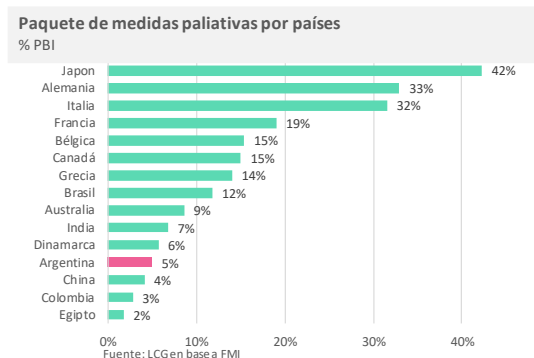
## El panorama fiscal

Corridos 7 meses del año, el déficit primario del Gobierno Nacional asciende a \$ 1 Bn y equivale a 4% del PBI (vs 0,1% del PBI en los mismos meses de 2019). El mercado deterioro fiscal responde básicamente a la reacción del Gobierno frente a la pandemia vía asistencia a trabajadores, empresas y provincias y al desplome de los ingresos a raíz de la parálisis de la actividad, pero también a políticas adoptadas por el Gobierno como el congelamiento de tarifas que son la contracara de un aumento de los subsidios entre otras cosas. Quizá, dentro de este marco de políticas expansivas, el 'único' ahorro provenga del ajuste a jubilados y beneficiarios de programas sociales atados a la 'antigua' ley de movilidad a partir del freno de la inercia previa.

### Efecto Covid en las cuentas fiscales: más gasto, menos ingresos

El programa anunciado por el Gobierno a inicios de la pandemia fue extendiéndose en el tiempo a medida que el confinamiento se hizo más prologando. De todas formas, problemas de implementación mediante y restricciones excesivas hacen pensar que un paquete, que ya desde inicios lucía escaso en relación a los ofrecidos por otros países, no terminó de cumplir su cometido. En ese sentido, **es un escenario muy desfavorable entre percepción y esfuerzo: un atrevimiento fiscal desmedido para las condiciones de financiamiento, pero una ayuda escuálida para quienes se vieron directamente afectados por la pandemia.**

El IFE y el ATP son los programas emblemáticos de la ayuda ofrecida por el Gobierno. Entre ambos representan 56% de la asistencia total hasta agosto. En el caso del IFE, 5 meses después de su anuncio solo se pagaron 3 tramos, lo que implica apenas \$ 30.000 para los casi 9 millones de beneficiarios. El ATP, que inició su quinta versión recién a fines agosto, corrió una suerte similar. Poco más de 250.000 empresas acceden al pago de salario complementario todos los meses desde abril, pero progresivamente el beneficio fue acotándose: desde agosto las empresas con baja nominal interanual de la recaudación medida a julio podrán acceder al pago del salario complementario, mientras que el resto podrá solicitar un préstamo a tasa subsidiada del 15% para financiar su nómina.



**Gasto primario destinado a atender emergencia por Covid**  
Marzo-20/agosto 2020

	\$ MM	% total	%PBI
<b>Asistencia a familias</b>	<b>266,5</b>	<b>51%</b>	<b>1,0%</b>
Ingreso Familiar Emergencia (IFE)	170,4	33%	0,6%
Tarjeta Alimentaria	60,1	12%	0,2%
Comedores escolares y comunitarios	12,7	2%	0,0%
Bono Jubilación mínima	9,5	2%	0,0%
Bono Salud	6,7	1%	0,0%
Bono PNC	3,2	1%	0,0%
Bono AUH, AUE	3,1	1%	0,0%
Bono Personal de seguridad	0,8	0%	0,0%
<b>Asistencia a empresas</b>	<b>189,3</b>	<b>36%</b>	<b>1%</b>
ATP-Salario complementario	119,6	23%	0,5%
Fondos de garantías	69,7	13%	0,3%
<b>Asistencia a provincias</b>	<b>48,6</b>	<b>9%</b>	<b>0,0</b>
ATNs	48,6	9%	0,2%
<b>Otros</b>	<b>17,4</b>	<b>3%</b>	<b>0,1%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>521,7</b>	<b>100%</b>	<b>2,0%</b>

Fuente: LCG en base Min. Hacienda

Hasta el momento el gasto en Covid suma \$ 522 MM<sup>1</sup> (2% del PBI), explicando prácticamente la mitad del déficit primario de estos meses. Aun asumiendo un desarme (muy) gradual, esperamos que este gasto trepe a niveles piso del 2,8% del PBI en el acumulado anual. Esto no incluye nueva asistencia a las provincias, algo que no podría descartarse dada la situación complicada que afrontan.

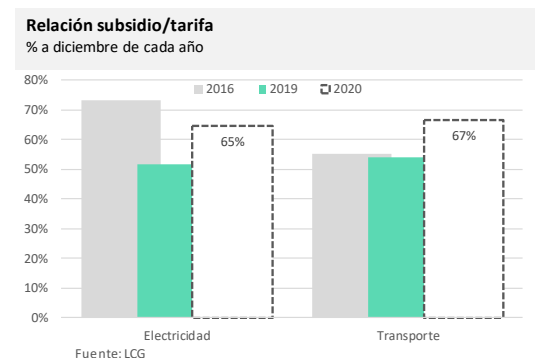
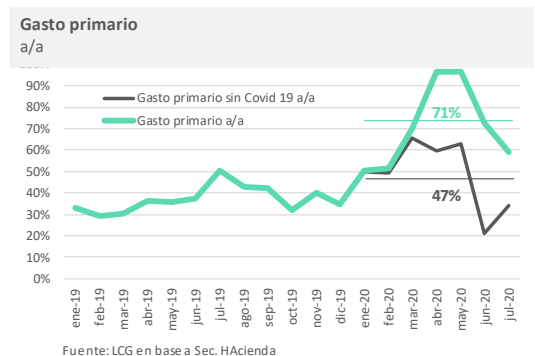
Respecto a la fuente de ingresos, en lo que va del año la recaudación de AFIP creció 27% ia, pero al 17% ia promedio desde abril. En términos reales, equivale a un ajuste de 18%. El impacto se siente en impuestos directamente asociados a la actividad, como IVA, Créditos y Débitos, pero también en los vinculados al comercio exterior a partir del desplome de las importaciones y por la baja energía que muestran las exportaciones. Por otro lado, el Gobierno Nacional también sufre la pérdida de ingresos no tributarios, como las rentas del FGS por la condonación de deudas de los préstamos Argenta (otra medida ofrecida a partir del Covid 19). En términos del PBI el ajuste de los ingresos fiscales no es tan marcado, sólo producto de la menor base de comparación que implica un PBI nominal bajo. En todo el año, estimamos que la pérdida de ingresos será equivalente a 0,4% del PBI.

### El resto del gasto

El gasto no vinculado directamente a la asistencia por Covid promedia un crecimiento interanual del 47% en los primeros 7 meses del año (en línea con la inflación promedio de ese período), contra 71% el gasto primario total. Dentro de este, el gasto en subsidios a partir de la extensión del congelamiento de las tarifas de gas, electricidad y transporte, surge como la partida más activa. En 7 meses este gasto se duplicó en relación a un año atrás; dos veces el crecimiento promedio. Explicó 1 de cada \$5 de aumento del déficit primario.

El congelamiento de las tarifas fue decretado inicialmente por la gestión Cambiemos en abril 2019. A partir de él, y después de más de un año sin ajustes la relación tarifa/costo del servicio volvió a la zona del 60% en electricidad y también en transporte. Recientemente, el Gobierno volvió a

<sup>1</sup> Esta suma no contempla gasto tributario (pe. exenciones impositivas) ni el costo de diferimiento de cuotas de préstamos otorgados por Anses.

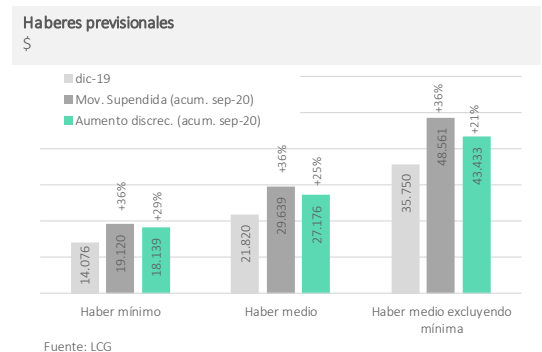
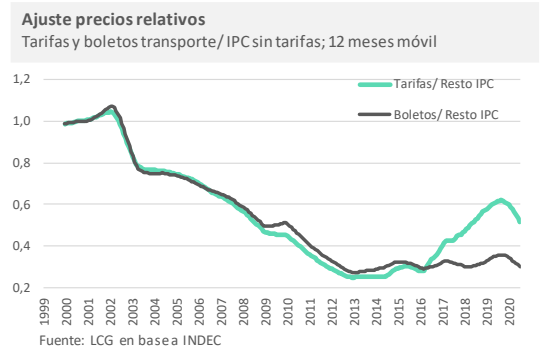


prolongar el congelamiento tarifario hasta diciembre, por lo que **el porcentaje de subsidio seguirá en aumento y se ubicaría por encima del 65% del costo en ambos servicios a diciembre<sup>2</sup>.**

Si bien esto representa un atraso de las tarifas respecto al resto de los precios de la economía, la magnitud de este todavía es bien distinta a lo ocurrido en 2015, al menos en lo que refiere a electricidad y gas. No obstante, en el marco de las restricciones fiscales que enfrenta el Gobierno y la dinámica propia que tienen los subsidios una vez declarado el congelamiento tarifario, sin dudas es algo sobre lo que el Gobierno deberá tomar una decisión más temprano que tarde. **Nuestra proyección para este año, es que el gasto en subsidios trepará a 2,7% del PBI, 1 pp por encima de 2019.**

En el otro extremo, **este año el Gobierno ha podido licuar partidas importantes del gasto como lo son salarios, jubilaciones y gasto social.** En el primer caso, sucede a raíz de la suspensión de las paritarias. En 7 meses el gasto en personal creció 36% ia, 7 pp por debajo de la inflación. En términos del gasto no Covid perdió 1 pp de participación respecto a un año atrás. En los otros dos casos, el ajuste responde principalmente al efecto de haber interrumpido el ajuste por movilidad de los haberes previsionales y los beneficios sociales. De acuerdo a la fórmula suspendida, que respondía a un polinomio que consideraba 70% IPC y 30% Salarios, estas prestaciones deberían haberse incrementado un 36% en el año (11,6% en marzo, 10,8% en junio y 9,9% en septiembre), pero a partir de los aumentos discrecionales ofrecidos por el Gobierno registrarán un aumento de 29% en el caso de los haberes mínimos y del 21% promedio para el resto.

**La suspensión del ajuste por movilidad**, que inicialmente se efectuó por 180 días (con vencimiento en junio), lapso que demandaría la elaboración de una nueva fórmula, se extendió hasta fines de año. Hasta el momento esta decisión **generó un ahorro de \$ 110 MM, equivalente a 0,4% del PBI.** El otorgamiento de bonos para paliar la situación social antes de la pandemia<sup>3</sup> erosiona parte de ese ahorro, pero **asumiendo que el aumento**



<sup>2</sup> Asume supuesto de inflación en 36% ia hacia diciembre y dólar oficial en ARS 82 en el mismo mes.

<sup>3</sup> Se trata de un bono por \$ 5000 otorgado en diciembre y enero a jubilados del haber mínimo y a beneficiarios de pensiones no contributivas.

ofrecido en diciembre será similar al 7,5% otorgado en septiembre, el ahorro neto en todo el año ascendería a 0,5% del PBI.

### Ahorro fiscal por suspensión de Ley de Movilidad

Proyección 2020

	Beneficiarios	Gasto fiscal (\$ MM)		Ahorro fiscal por suspensión movilidad		BONO** \$MM	Ahorro fiscal neto	
		Movilidad suspendida	Aumento discrecional	SMM	% PBI		\$MM	% PBI
		70% IPC +30% Salarios	% + suma fija*					
Gasto jubilaciones y pensiones	5.661.119	2.394,3	2.255,0	139,3	0,53%	23,5	115,8	0,44%
Gasto PNC	1.445.531	269,8	261,7	8,0	0,03%	7,2	0,8	0,00%
Gasto AUH	3.924.734	157,5	153,2	4,3	0,02%	0,0	4,3	0,02%
	<b>11.031.384</b>	<b>2.821,6</b>	<b>2.670,0</b>	<b>151,6</b>	<b>0,57%</b>	<b>30,7</b>	<b>120,9</b>	<b>0,46%</b>

Fuente: LCG

\* Incluye aumento de marzo (+2,3% + \$ 1500), aumento de junio (+6,12%), aumento de septiembre (+7,5%) y supone un aumento del 7,5% en diciembre

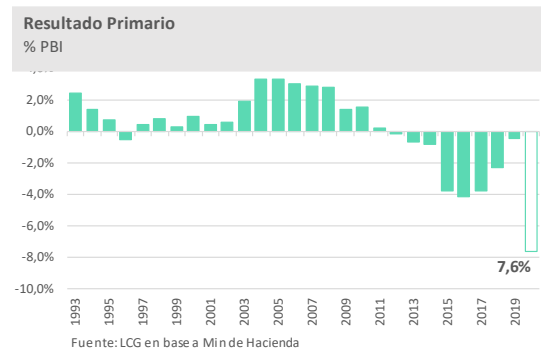
\*\* Incluye bono de \$ 5000 a beneficiarios del haber mínimo y de PNC en enero.

### Lo que queda del 2020

Más allá de una reversión gradual del gasto Covid en los próximos meses, el gasto primario del Gobierno Nacional crecería 68% ia en 2020, lo que sería consistente con un déficit primario de \$ 2 Bn. **El desequilibrio fiscal ascenderá a 7,6% del PBI, el nivel más alto de por lo menos los últimos 60 años.**

Como comentario aclaratorio, vale tener presente que más allá de la expansión fiscal que viviremos este año, lo cierto es que un nivel del PBI de \$ 26,5 Bn, excepcionalmente bajo a raíz del desplome de la actividad, magnifica el desequilibrio cuando se lo parametriza en función de este. En efecto, aun cuando la decisión de suspender la movilidad de las prestaciones previsionales significará un ahorro de casi 0,5% del PBI respecto al esquema de actualización previo y en la comparación interanual registre una caída de 9% en términos reales, medido en relación al PBI, el gasto social (previsional + asignaciones familiares) reflejará un aumento de 0,6 pp del PBI respecto a 2019. Algo similar ocurre con el resto del gasto público, aunque, más allá de los salarios, no se encuentran muchas variables de ajuste.

En líneas generales, **poco más del 40% del aumento del déficit primario proyectado para este año responde a efectos de la pandemia** (2,8 pp de



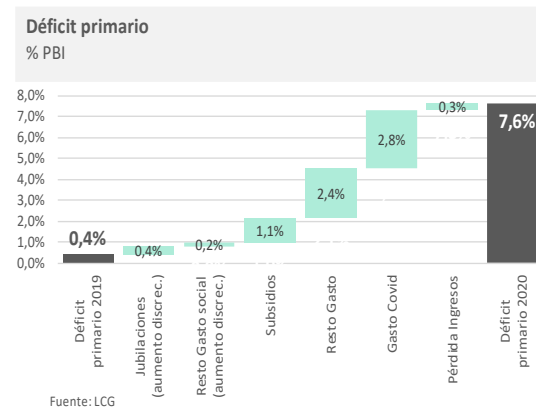
más gasto y 0,3 pp de menores ingresos). Pero sobre esto se suma 1,1 pp adicional de más gasto en subsidio por congelamiento de las tarifas y otros 2,4 pp extras por un aumento del resto del gasto (transferencias a provincias, déficit de empresas públicas, etc).

### Proyección 2021: la cuenta de almacenero

El desafío se traslada a 2021. El crecimiento de la economía podrá ayudar licuando parte del gasto, reflejando el efecto contrario al de este año. Pero eso será suficiente y las pocas herramientas con las que cuenta el Gobierno en materia de financiamiento obligarán a hacer un rápido reacomodamiento de las cuentas públicas.

En la conferencia de prensa del último lunes, el ministro Guzmán dejó trascender que el año que viene el Presupuesto contemplará un déficit primario de 4,5% del PBI, en paralelo con un aumento del gasto de capital a niveles del 2% del PBI buscando dar impulso a la actividad. Esta meta conllevaría una reducción de 3 pp respecto a este año y la reasignación de gasto por 1,5 pp. La posibilidad de cumplirlo dependerá de la disposición/ posibilidad del Gobierno de avanzar en un desarme prácticamente total del gasto Covid, o de la reducción de otros gastos como pe. subsidios. Se trata de algo similar a un juego de suma cero, por lo que vale la pena hacer la clásica 'cuenta de almacenero'.

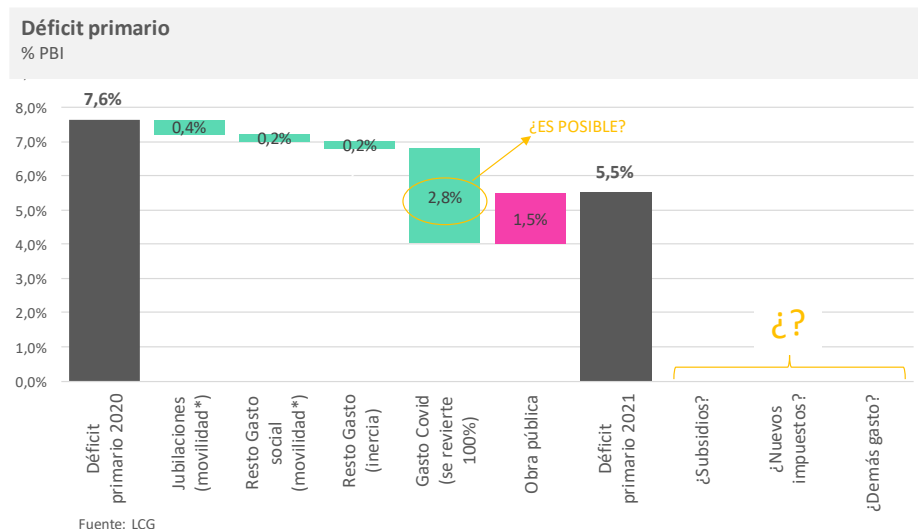
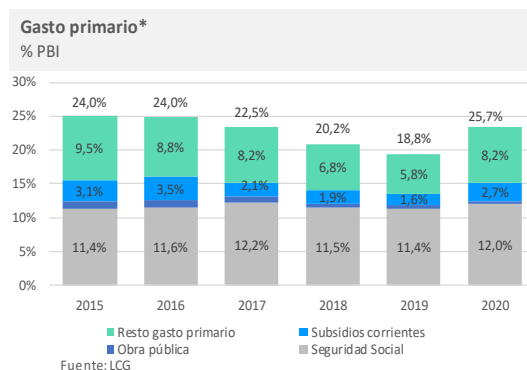
Por lo pronto, en 2021 será necesario recomponer la movilidad de los haberes previsionales y asignaciones familiares suspendida este año. Asumiendo que el Gobierno avanza en la restitución de una fórmula de movilidad que contemple, con cierto rezago, la dinámica de los ingresos fiscales y que tenga en cuenta los salarios, al estilo de la que existía originalmente antes de las modificaciones impulsadas por Cambiemos, podrá generarse algún ahorro en la medida en que la inflación se acelere. Bajo los supuestos de nuestro escenario base para el año próximo esto significaría un aumento de 0,5% ia real promedio en jubilaciones, pensiones y beneficios sociales, lo que se traduce en una baja de este gasto de 0,6 pp del PBI en la comparación anual. También podrá obtenerse un alivio en caso de mantener el gasto operativo (principalmente salarios) en términos reales, algo que en relación al PBI implicaría una licuación 0,2 pp.





Aun con esas medidas, **será necesario avanzar sobre el desmantelamiento del gasto Covid**. Incluso asumiendo que este se desarma completamente, algo que podría ponerse en duda dada la situación social del país y que se tratará de un año con elecciones legislativas en el cual el Presidente deberá validar su gestión tanto interna como externamente, el desequilibrio remanente seguirá siendo relevante: 4,1% del PBI.

Este año el 68% del gasto Covid habrá sido destinado directamente a sostener y complementar ingresos (IFE, ATP y Tarjeta Alimentaria). **El trade off para no recortar parte de esta asistencia y poder sumar, además, mayores niveles de obra pública como lo anticipado por Guzmán, es avanzar sobre un recorte de los subsidios (lo que implicará recomponer tarifas), elevar impuestos (pe. impuesto a las grandes fortunas) o achicar el resto del gasto** (dentro del cual casi la mitad responde a gasto operativo). Cuál será el camino que tomará el Gobierno, o la combinación que elija, debería quedar clara el 15 de septiembre cuando se conozca la Ley de Presupuesto.



## La política monetaria de la dominancia fiscal

### El camino de la emisión

Luego de cerrar un acuerdo con los principales fondos extranjeros Argentina podrá tener resuelto el problema de iliquidez al que se enfrentaba. Falta aún definir cómo se devolverá el préstamo del FMI, pero el arreglo con la parte más dura de los acreedores estaría resuelta (Veáse *Instantánea económica del 1-sep-2020 "La foto del canje"*).

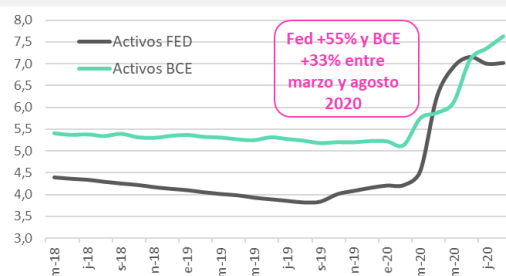
**A pesar de estar en un mundo donde sobra liquidez, nuestro país no conseguirá financiamiento externo. La solvencia de Argentina aún está en dudas**, principalmente debido a que su tasa de crecimiento histórica es magra (1% en la última década) y se ubica bien por debajo del cupón promedio que deberá pagar la nueva deuda (3,07%).

**En este contexto, Argentina tiene dos alternativas para financiar el déficit fiscal que resta de este año y en el que incurrirá el que viene. El primero es a través del señoreaje, la emisión directa; el segundo es el financiamiento en el mercado doméstico.**

**En lo que resta del año, el Tesoro y las Provincias necesitarán \$ 2,3 Bn para financiar su brecha fiscal y para afrontar vencimientos de la deuda doméstica.** Es un número elevado para el mercado de capitales doméstico: equivale a 4 veces al patrimonio de los fondos de renta fija. Sin embargo, el Gobierno, a raíz de la emisión de pesos que hizo hasta el momento (\$ 1,5 Bn durante 2020), y gracias al panorama de vencimientos más despejado en el corto plazo, **está pudiendo colocar deuda en el mercado interno.** Sólo en agosto sumó \$ 94 MM y en lo que va del año los depósitos públicos crecieron más de \$ 400 MM. Pero, aun asumiendo que puede hacer *roll over* de toda la deuda en pesos e incluso de los intereses, deberá emitir \$ 1,2 Bn.

**La herencia que recibió Cambiemos era la de un país desendeudado; la que dejó fue la de un país sin pesos, una plaza seca.** Gracias a esto existía

**Liquidez internacional**  
En billones de USD



Fuente: LCG en base a ECB y FED

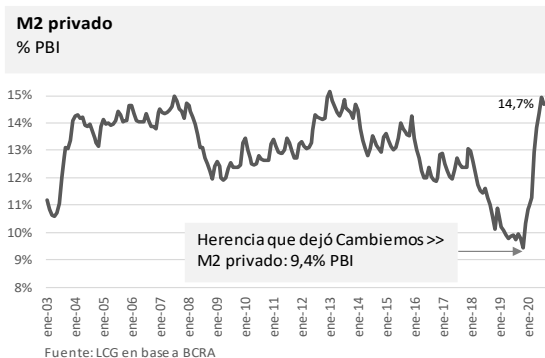
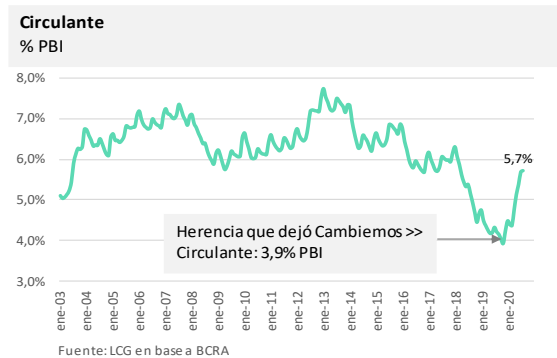
**Necesidades de financiamiento en pesos**

ARS MM

	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20	4M-2020
Déficit Primario Nación	175,5	134,9	167,7	305,0	978
Déficit Primario Provincias	42,5	32,6	40,6	73,8	237
Intereses	28,3	28,7	20,1	47,9	138
Amortizaciones	171,3	98,8	255,4	267,0	924
<b>TOTAL</b>	<b>418</b>	<b>295</b>	<b>484</b>	<b>694</b>	<b>2.277</b>

Fuente: LCG

espacio para explotar ese vacío de liquidez de la gestión anterior, aunque gran parte de esta herencia ya se consumió.



En parte esa escasa liquidez que se heredó es la que permite que la emisión monetaria sea absorbida mediante el aumento de la demanda de pesos. Hay que notar que la misma se incrementó sobre el período de confinamiento. Podría haber lugar para no ser pesimistas y pensar que parte de esta se pueda sostener gracias a la remonetización de la economía, pero lo cierto es que también comienza a percibirse una caída que habrá que terminar de confirmar. Más allá de esto, difícilmente se pueda seguir utilizando esta única herramienta. Así como el endeudamiento excesivo conllevó problemas, la emisión excesiva también lo hará (véase BOX N°1 adjunto a continuación).

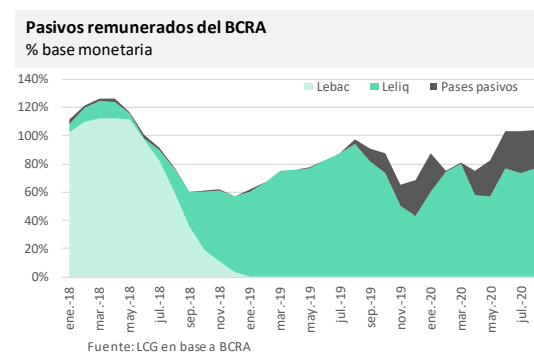
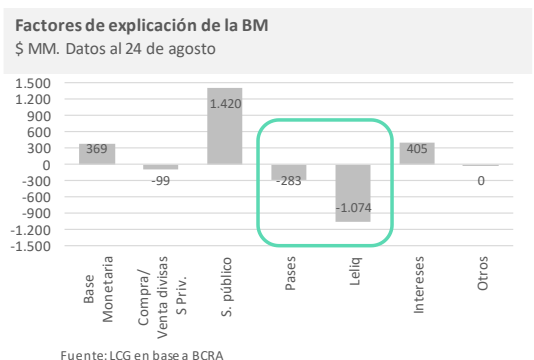
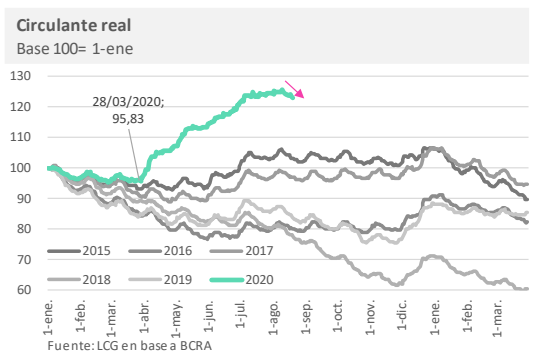
### Los límites del señoreaje

Al menos tres son las señales que indican que el modelo de una sola herramienta –la emisión– se está agotando: el aumento de los pasivos remunerados del BCRA, la magnitud de la brecha cambiaria y la persistente pérdida de reservas internacionales.

Respecto a la primera señal, vale decir que no toda la expansión está siendo absorbida por la demanda. El circulante crece, pero también el BCRA está absorbiendo parte de esta emisión mediante instrumentos remunerados. En lo que va del año emitió \$ 1,8 Bn y absorbió \$ 1,4 Bn a través de pasos y leliqs. Esto hizo crecer los pasivos remunerados de la autoridad monetaria desde \$ 1,2 Bn hasta \$ 2,6 Bn en lo que va del 2020, volviendo a la zona del 100% de la base monetaria, nivel que ameritó la denominación de ‘bola de lebac’s durante la gestión anterior.

## labourcapitalgrowth

Costa Rica 4165 - CABA  
 (5411) 4862-8992  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
 contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)



Si bien por ahora esto se encuentra contenido, lo cierto es que generará una emisión endógena por intereses que tendrá que pagar el BCRA. En lo que va del año la emisión por estos instrumentos suma \$ 0,4 Bn. Al mismo tiempo es un condicionante para mantener las tasas de interés bajas en términos reales y en relación a la expectativa de depreciación, pero ya no del oficial, sino del dólar que es referencia, cualquiera de los paralelos.

La segunda señal a la que hacíamos referencia es la brecha cambiaria que roza el 80% en estas semanas y no parece ceder. El BCRA y la ANSES podrán tener éxito si logran que el mercado demande títulos que salen de sus balances, pero también esta opción tiene límites y, sobre todo, es transitoria.

Esta herramienta ya se usó en 2014 y mostró efectos acotados. Adicionalmente, no queda del todo claro que la cotización tenga que ver con la escasez de títulos para realizar la operatoria. Asumiendo que el BCRA se desprende de deuda que tenía con el Tesoro y ahora la vende en el mercado, tendrá que existir comprador en el exterior. En primer lugar, si no encuentra demanda, el precio afuera podría bajar y hacer que la brecha no se modifique. En segundo lugar, hay que advertir que se trata de una forma de endeudamiento ya que implica cambiar deuda intra sector público con el mercado.

Al mismo tiempo, esta brecha se da en conjunto con pérdida de reservas por casi USD 1.000 MM por la venta de dólar 'solidario'. Dadas las escasas reservas del BCRA, que no alcanzan los USD 10.000 MM en términos netos, la situación preocupa y muestra otro de los límites de la expansión monetaria.

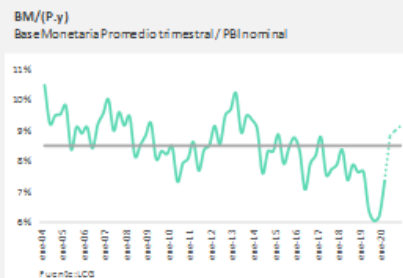
## BOX N°1

### Se agota el límite de la remonetización de la economía

La economía argentina durante este año tuvo 2 importantes paraguas anti inflacionarios que la protegieron de la lluvia de pesos emitidos para financiar el rojo fiscal. Por un lado, la demanda de dinero transitoriamente elevada por la baja circulación monetaria en el contexto de ASPO. Adicionalmente el cepo reforzado robustece la tenencia de pesos. Por otro lado, el bajo nivel de monetización de la economía heredado de la rígida gestión Sandleris.

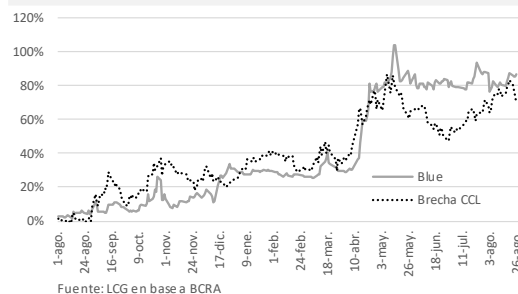
Ambos paraguas están empezando a debilitarse y la lluvia no parará al menos en el corto plazo. El primero es un efecto artificial que depende principalmente de la dureza de la cuarentena que ya lleva más de 5 meses y representa importantes costos asociados en materia de actividad y empleo.

El segundo, ya no tiene más margen y está empezando a hacer agua. Nuestras proyecciones indican que a fines de 2020 la economía recuperaría la monetización perdida durante 2019 y se ubicaría en torno al nivel promedio de los últimos 15 años.



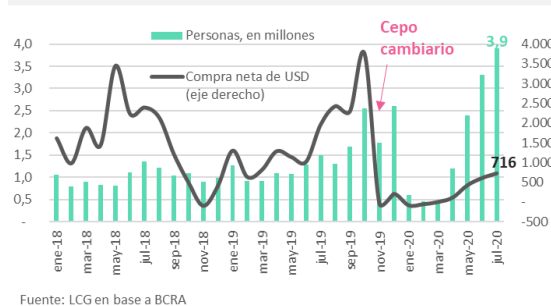
### Brecha Cambiaria

% respecto al oficial



### Dolarización

USD M y cantidad de personas



La cuestión fiscal es la que da origen al descontrol de la política monetaria y cambiaria. La política monetaria está atada en este problema, es un apéndice de la política fiscal, es un régimen de dominancia fiscal. Pero la política cambiaria se puede modificar y encontrar algún espacio. De ahí que cabe preguntarse si vale la pena mantener el nivel de tipo de cambio actual.

## La cuestión cambiaria

### No vale la pena mantener el nivel actual

En el contexto actual, la brecha cambiaria solo puede ser acortada de forma permanente si se converge fiscalmente y eso quita presión sobre la emisión. Al mismo tiempo, difícilmente se pueda observar una baja del dólar paralelo, incluso por cuestiones de barreras psicológicas: **si el dólar ya alcanzó los \$130 ¿por qué esperar a que vuelva a los niveles oficiales?**

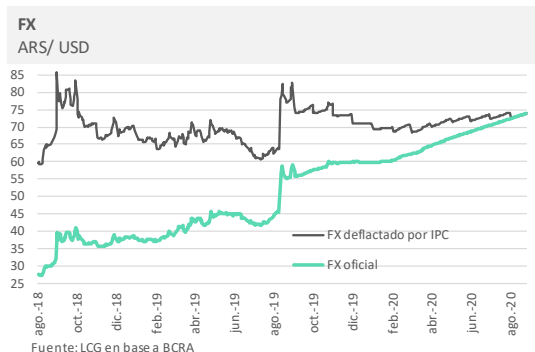
El Gobierno ha logrado mantener el tipo de cambio que heredó de la gestión anterior mediante el *crawling peg* ejercido por el BCRA. Sin embargo, **eso no asegura que ese sea un tipo de cambio de equilibrio, si es que esa noción existe y si realmente es conveniente.**

**Un tipo de cambio real más alto es más adecuado para darle herramientas al sector privado para recuperar los motores de crecimiento, el de las exportaciones y la inversión, quitándole así presión al sector público como único comandante de la recuperación.** Al mismo tiempo, importaciones de bienes, algunos suntuarios, se ven desalentadas sustituyendo consumo externo por consumo doméstico y eso quitaría presión en el mercado cambiario en un período de mejora de la actividad.

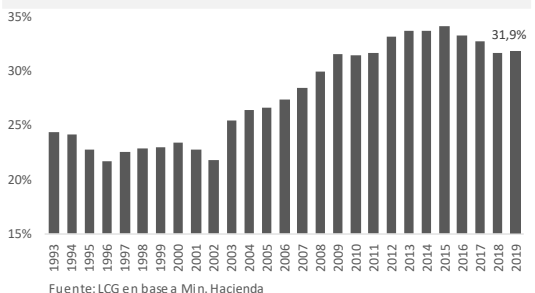
Sin embargo, no creemos que el problema sea simplemente estar encerrados en el hecho de devaluar para recuperar competitividad y deprimir los salarios domésticos. La cuestión pasa principalmente por la productividad de la economía argentina. **La elevada carga tributaria que, creció de 23% a 32% del PBI entre los últimos 20 años, quita competitividad y presiona para que el país tenga un tipo de cambio más alto para poder**

Reservas internacionales  
USD MM

	19-ago.-20	31-jul.-20	30-dic.-19
<b>RI Brutas</b>	<b>43,1</b>	<b>43,4</b>	<b>44,8</b>
% PBI	11,5%	11,6%	10,0%
Encajes	11,3	10,7	8,9
Swap con China	20,0	20,0	18,6
Otros Org. Internac.	2,7	2,7	3,7
<b>RI Netas</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>13,6</b>
% PBI	2,4%	2,7%	3,0%
Oro	4,0	3,9	2,7
DEG	2,9	2,9	2,8
<b>RI de rápida disponibilidad</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>8,1</b>
% PBI	0,6%	0,9%	1,8%

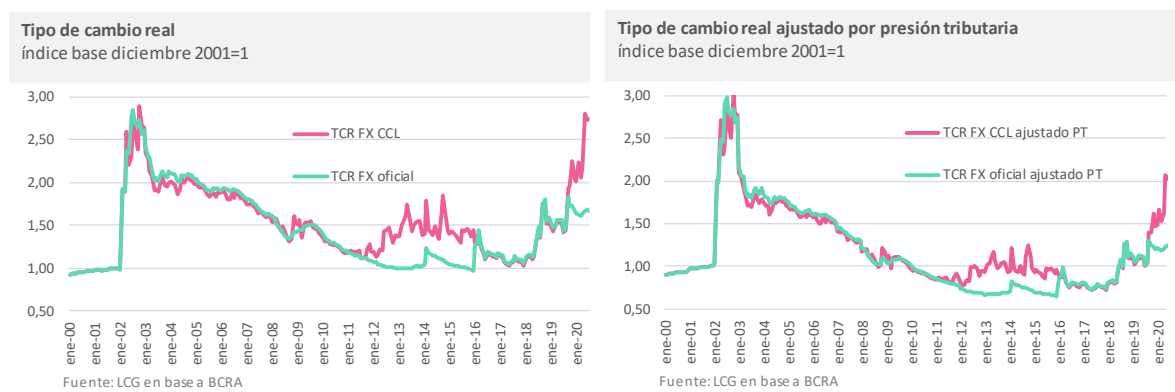


Presión tributaria consolidada  
Nación y Provincias. % PBI



**competir a nivel internacional.** Incluso para que las empresas tengan la rentabilidad requerida para llevar adelante la inversión.

La medida relevante parece ser el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos dado que el comercio se realiza en la moneda de dicho país. No obstante, debería corregirse por este aumento de la presión tributaria y haciéndolo se observa que **el tipo de cambio paralelo no está en niveles muy desalineados o excesivamente alto. Pero el tipo de cambio real al dólar oficial sí luce atrasado.**



### ¿Cómo abordar la cuestión cambiaria?

La pregunta no es sencilla. Si bien sostenemos que el tipo de cambio debe estar un escalón más arriba, **converger al MULC es algo arriesgado debido al exceso de liquidez y la expectativa de una inflación que seguramente se acelerará el año siguiente.**

Quizás atravesar un período con un mercado financiero aislado, libre pero formal, y un dólar comercial más alto, que permita aprovechar las ganancias de este tipo de cambio más alto, podría ser una alternativa hasta que se solucione o se calme la economía, se despeje la incertidumbre, se establezca un sendero de convergencia fiscal y por lo tanto se pueda retomar al MULC.

**Ese desdoblamiento transitorio podría ser un paso en la dirección correcta. Con una advertencia: un desdoblamiento sin un salto devaluatorio no tendría sentido. En ese caso estaríamos defendiendo una paridad,**

que insistimos, no está en línea con la productividad del país actualmente.

Los costos de devaluar son conocidos, pulverización del salario y dinámica inflacionaria que se acelera en esa tensión por tener un tipo de cambio real más alto, pero también es cierto que **parte de esos costos ya están siendo pagados**. En los últimos 3 años, el salario medido en dólares al contado con liquidación registra una caída similar a la de salida de la Convertibilidad (-70%), pero, aun cuando ya hemos pagado el costo de la devaluación en el salario, las empresas no pueden todavía apropiarse de ese 'beneficio'.

**Sobre la dinámica inflacionaria, vale decir que no devaluar es retrasar el problema. La emisión excesiva actual tratando de acelerar la actividad vía la pata fiscal llevará a inflación futura.**

Así nos vamos acercando a una cuestión que nos parece que a veces no está del todo clara. **La tensión cambiaria no vuelve a reflejar solo un desequilibrio financiero, sino real**. El cepo no es solamente una cuestión de evitar una crisis de balance de pagos. Sino que está desnudando que el tipo de cambio real no está en un nivel en línea con sus fundamentales.

Lo financiero que surge como urgente tapa la cuestión real. Nuestro país deberá aceptar que este nivel de tipo de cambio real no es adecuado para poder garantizar crecimiento sostenible vía inversión y exportaciones. Por lo tanto, no es conveniente ni tomar deuda en los mercados internacionales en forma constante, ni emitir en forma permanente. Hay que poner a la economía en régimen. El contexto obligará a recuperar el equilibrio fiscal con cierto gradualismo, pero es necesario tener ese horizonte claro y luego ir acomodando el tipo de cambio a esos fundamentos.

