

Otra victoria pírrica Y el riesgo de naturalizarlas

INFORME MENSUAL N° 137

09 de noviembre 2020

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo

g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista jefe

m.sala@lcgsa.com.ar

Julia Segoviano

Economista

j.segoviano@lcgsa.com.ar

Franco Mastelli

Economista invitado

fmastelli@gmail.com

Emilia Calicibete

Analista

e.calicibete@lcgsa.com.ar

Florencia Blanc

Analista

f.blanc@lcgsa.com.ar

Bautista Bassi

Analista

B.bassi@lcgsa.com.ar

lcg.

Costa Rica 4165 –CABA
(+5411) 4862 8992
www.lcgsa.com.ar
info@lcgsa.com.ar

Editorial

- 300 años A.C el rey de Epiro (y Macedonia), Pirro libró varias batallas contra territorios que hoy ocupa principalmente Italia. Las mismas eran ganadas por el 'águila' como lo apodaban sus soldados. Al terminar una batalla con los romanos (uno de los más preparados ejércitos) **Pirro lanzó su famosa frase "otra victoria como esta y tendré que volver solo a casa". La batalla se había ganado pero a un costo muy elevado, principalmente muchas bajas.**
- Argentina está en medio de una victoria pírrica. Las regulaciones en el mercado cambiario empezaron el 15 de septiembre, la brecha en aquel momento oscilaba el 70%. **Durante los 45 días que siguieron se transitaron 3 enfoques distintos para abordar la cuestión cambiaria. La batalla aparentemente ganada por M. Guzmán implicó perder más de USD 2,500 M, una brecha que se incrementó fuertemente y se instaló en un nivel más alto que previo a las medidas, más restricciones al mercado de cambios, la inflación se aceleró, la actividad se ralentizó y hay mayor exposición del sector público a una depreciación del peso. Más aún, las reservas internacionales siguen cayendo. Otra victoria como esta y estamos perdidos.**
- Ahora se pueden esperar unos días/meses de estabilidad pero diciembre será duro de transitar debido a que, por un lado, la economía demanda más pesos estacionalmente pero por otro lado, la demanda de circulante está cayendo. Hay riesgo de recrudescimiento de la inflación y la depreciación del peso.
- A pesar de haber estado al borde de una inflación mucho más alta de lo que vivimos en los últimos años (como se verá más adelante) y de tener un nivel de PBI per cápita en niveles históricamente bajos, **buena parte de la sociedad se preguntaba, y se sigue preguntando, si va a haber crisis.**
- La crisis económica la estamos viviendo desde el 2018 y se profundizó con la pandemia y/o el confinamiento. La vara de las crisis en Argentina parece ser muy elevada. Todas las situaciones de recesión económica se comparan con la crisis del 2001 o las hiperinflaciones de fines de los 80's o algún otro episodio traumático.
- Un denominador común de todos esos eventos es que además de una crisis económica, se produjo una fuerte crisis social y política. **Actualmente estamos ante la magnitud de una crisis económica casi sin precedentes (superior a la de 2001/2), pero al no desbordarse la parte social y política da una sensación de normalidad.**
- A tal punto que **muchos esperan que algunas de las reformas que requiere la economía y la política argentina sean resueltas con un gran estallido.** Esto daría grados de libertad a la clase política, obligaría a un diálogo o a una política con rumbo más claro. Cosas de las que carecemos actualmente. **Paradójicamente esas crisis se pueden evitar y empezar a dar las batallas de fondo. Sin embargo, parece instalada la idea que el país no entra en crisis hasta no sufrir una de esas situaciones traumáticas y que hay discusiones que solo se dan en situaciones extremas.** Sería deseable que no tener que llegar a esa instancia. Parece que nos hemos vuelto adictos a las victorias pírricas en todos los ámbitos.

Tres planes en 45 días

- A pesar del cambio de tendencia en la brecha, el dólar sigue siendo una amenaza latente y el síntoma por el que esta emergiendo la crisis económica actual. La discusión depende de cómo se la entienda, y puede ser atacada por distintas aristas.
- En un primer momento fue M. Pesce quien pensó que el problema del dólar era la pérdida de reservas. En consecuencia, la respuesta fueron las comunicaciones del BCRA de la tarde del 15 de septiembre restringiendo la demanda de divisas a partir de limitar el acceso al cupo de los USD 200 mensuales a quienes recibieran algunos de los beneficios ofrecidos por el Estado durante la pandemia, sumar la percepción del 35% del impuesto a las Ganancias para los que sí accedieran y obligar a las empresas a conseguir financiamiento por el 60% de la deuda a pagar. El costo ex ante era previsible, la brecha cambiaria iba a aumentar.
- **El discurso del gabinete económico se concentró en la urgencia detener la sangría de dólares, dejando al margen la brecha asumiendo que esta no impactaba en los precios. En ese momento, la brecha era del 70% y saltó a 120% en apenas 15 días de implementar el <plan>. La brecha empezó a pasar factura, pero lo más preocupante fue que el BCRA perdió USD 1.370 M de reservas en los menos de 15 días del plan Pesce.**
- En poco más de un mes, hubo un cambio de diagnóstico dentro del equipo económico. **La solución no debía ser la de acorrallar a la demanda, sino la de aumentar más la oferta de dólares. El cambio de visión vino de la mano de M. Guzmán que, empoderado por el Presidente, tomó el mando del problema cambiario. Así, el 19 de octubre se dispuso reducir transitoriamente las retenciones a granos para fomentar la oferta de divisas.** Se trata de una baja de 3 pp (de 33% a 30%) que será totalmente revertida hacia diciembre.
- Según nuestros cálculos, restan por liquidar USD 1.300 M que podrían ayudar a paliar la situación del mercado cambiario, pero reducir en unos puntos las retenciones transitoriamente cuando la brecha cambiaria supera el 100% no es efectivo. La expectativa de depreciación paga más que los puntos de baja de impuestos. Además, se trata de una medida temporal que, siguiendo el mismo criterio y sin corregir las expectativas de depreciación, tendría que volver a aplicarse más temprano que tarde. Desde que comenzó el <Plan Guzmán I>, la brecha siguió escalando hasta el 130% y el BCRA siguió perdiendo reservas.
- Aunque el diagnóstico pasó de darle un mazazo a la demanda a intentar fomentar la oferta de dólares, M. Guzmán entendió que se trata de una tarea difícil en el corto plazo, más aún cuando el país está evaporando su superávit comercial. **Así, lo que siguió al esquema de fomento de oferta de dólares fue una mezcla de un arsenal de heterodoxia y ortodoxia en apenas 10 días, el <Plan Guzmán II>.**






Tres planes en 45 días (cont.)

- Controles informales, ventas de manos amigas en el mercado informal, venta de títulos de agencias públicas, ventas de futuros por parte del BCRA, emisión de títulos dólar linked, y la posibilidad de dar salida con títulos en dólares a fondos que querían retirarse del país, conjugadas con señales de desaceleración de la emisión, como la cancelación de Adelantos Transitorios y la promesa de no financiar por esta vía el déficit que resta para 2020, conformaron un paquete de medidas que permitió la reducción de la brecha en estos días.
- **Con medidas informales que no pueden ser más que transitorias se logró contener y revertir la tendencia del CCL y el MEP. Pero el Ministro sabe que no puede depender de ello.** Sólo sirvieron para frenar una escalada que se estaba yendo a niveles preocupantes. Las decisiones de portafolio seguían apostando por el billete aún en niveles que no tienen ninguna conexión con los cimientos reales de la economía.
- La pregunta relevante es si es suficiente para revertir las expectativas de depreciación. En parte con estos movimientos se alecciona al mercado para que no apueste indefinidamente por el dólar. Pero quizás sea insuficiente, en tal caso siempre está la posibilidad de anunciar una meta fiscal más exigente. Algo que M. Guzmán dejó trascender tibiamente en las últimas reuniones que tuvo con empresarios.
- **Es verdad que para poder diseñar el mediano o largo plazo es necesario primero estabilizar el corto plazo. El plan Guzmán II parece**

ir en un sentido correcto, pero por ahora son solo señales. Con las idas y vueltas que viene mostrando el Gobierno todavía habrá que confirmar el rumbo.



Entendiendo el Plan Guzmán II: además de la heterodoxia, señales ortodoxas

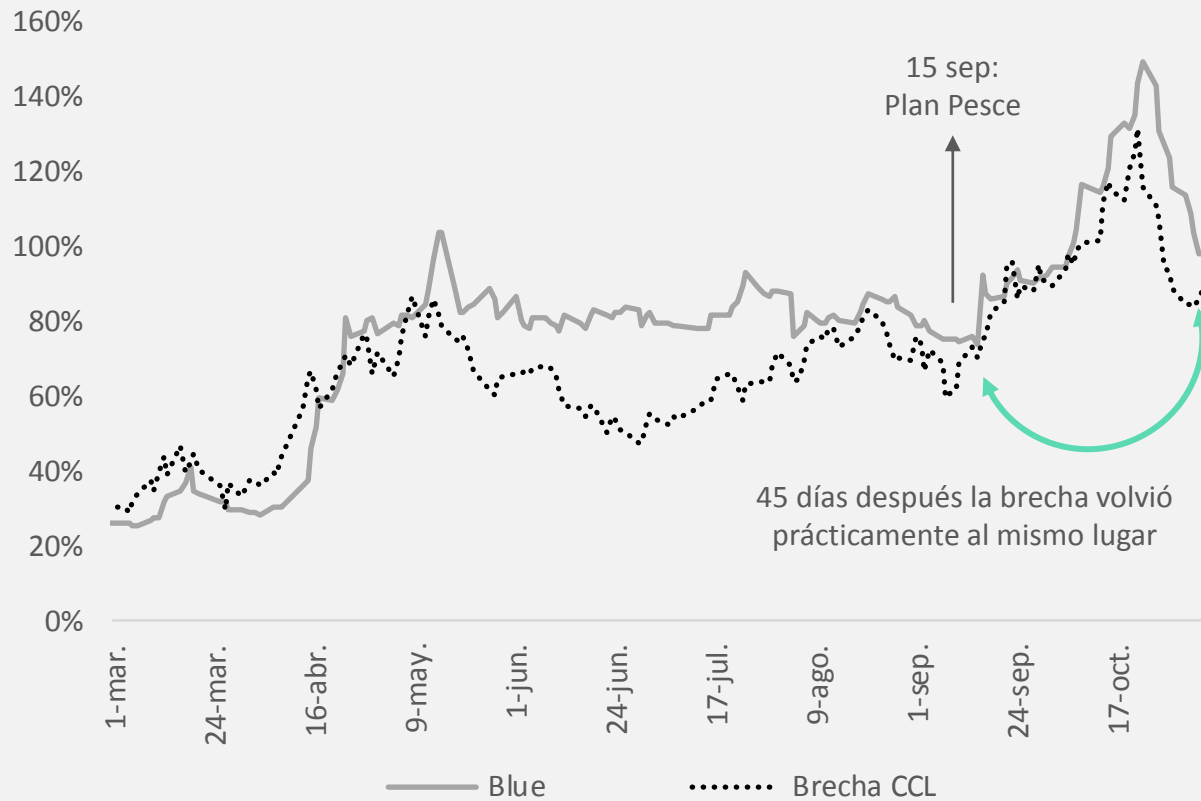
1. ¿Cambió de diagnóstico? >> el problema es el exceso relativo de pesos en el mercado
 - ⇒  La contracara sería una mayor corrección fiscal para evitar mayor emisión de BCRA
2. Cancelación de ATs al BCRA + compromiso de no demandar nuevos fondos hasta diciembre.
 - ⇒  ¿Cambio de política? o ¿Sólo guarda margen para 2021, cuando el límite 2020 ya estaba agotado?
3. Concesiones al mercado
 - >> “reconstruye mercado de pesos”, pero atado a inflación y tipo de cambio
 - >> brinda salida vía colocación títulos en dólares a fondos atrapados en el país que presionan sobre CCL
 - ⇒  Riesgo de mediano plazo: deuda indexada
 - ⇒  Emisión deuda en dólares a tasa alta (15%)
4. Concesiones a distintos sectores
 - >> se confirma ajuste de tarifas para 2021; se habilita desarme de Precios Cuidados desde enero; se concede aumentos de comisiones bancarias y cuotas de prepagas
 - ⇒  ¿Impacto en precios?

Reevaluando las medidas de éxito

- Si se traza un recorrido de lo sucedido en los últimos 2 meses, se encuentra prácticamente en el mismo punto desde donde se partió, pero en una situación más frágil.
- Primero, se intentó atacar el problema de la pérdida de reservas y a causa de ello se disparó la brecha cambiaria. Posteriormente, se combatió la brecha **cambiaria, pero se volvió al problema de la pérdida de reservas. El resultado es una economía con menos reservas, una brecha todavía elevada, más deuda pública en manos de privados y más exposición del sector público a una devaluación a partir de las colocaciones de deuda indexada a tipo de cambio** (ver slide N°7).
- El desmanejo de la política cambiaria puso nuevamente en evidencia lo frágil que se encuentra la economía argentina. **Cuando la brecha se elevó fuertemente hubo un contagio sustancial a los precios. El relevamiento de precios de alimentos y bebidas de LCG reflejó un incremento del ritmo de remarcación. Semana a semana menos de un 10% de los precios se actualizaban al alza; en la segunda y tercera semana de octubre el 40% de los precios relevados sufrió un aumento** (ver slide N°8)
- Esta señal indica que la brecha contagia a los precios vía múltiples efectos. Uno de los obvios es la percepción sobre el costo de reposición, otro es el desabastecimiento, otro es la cobertura y contratos informales que se empezaban a dolarizar. Lo cierto es que el tipo de cambio oficial cada vez ancla menos a los precios o que la brecha cada vez contagia con más fuerza y es esperable una aceleración de la inflación en octubre. Nuestra proyección es 3,2% mensual, lo que implica una aceleración de 0,4 pp respecto a septiembre. La señal de desinflación del presupuesto difícilmente pueda ser vista como una posibilidad seria en este contexto.
- **Otro de los puntos que requiere revisar la medida de éxito es la reestructuración de la deuda.** Previo al canje, el riesgo país rondaba los 2000 puntos; luego del acuerdo, bajó a 1000 bps y ahora oscila en torno a los 1400 bps. **Ya hemos perdido casi la mitad de lo 'ganado' en la reestructuración** (ver slide N°9). Si bien no es el factor limitante de la inversión actualmente, este riesgo país en las tasas de descuento de proyectos de inversión los torna inviables.
- Sin vencimientos de capital hasta 2030, el riesgo país en estos niveles indica que el país deberá reestructurar su deuda previo a esa fecha debido a su insolvencia y/o a la falta de voluntad de pago. No está claro que se deba a incertidumbre económica, incertidumbre política, o un mix de ambas. Sería importante extraer esa señal porque daría una pista del mapa a diagramar para reencausar al país evitando tropezar en la recuperación de la recesión que comenzó en 2018 y nos hundió en 2020.

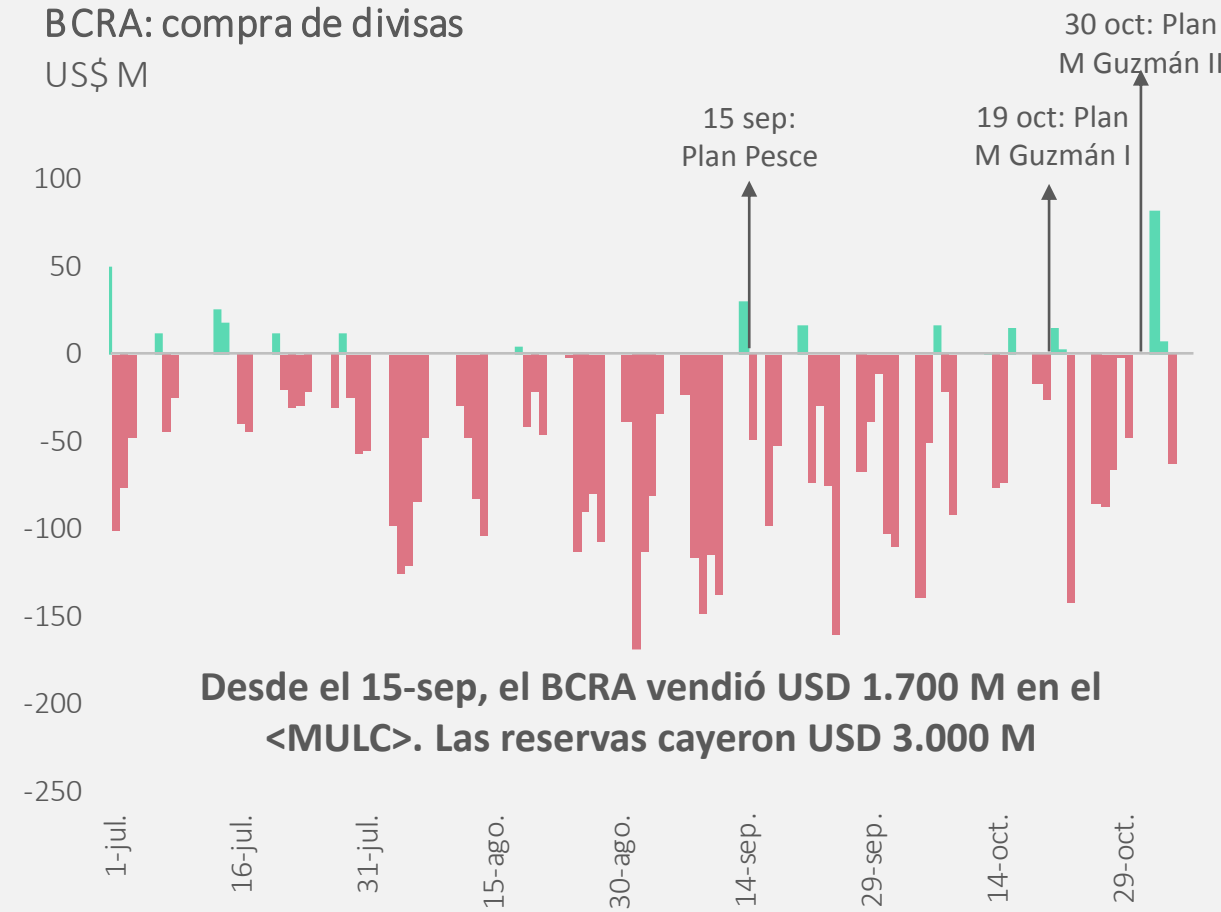
Idas y vueltas que dejaron una economía más frágil

Brecha Cambiaria
% respecto al oficial



Fuente: LCG en base a BCRA

BCRA: compra de divisas
US\$ M

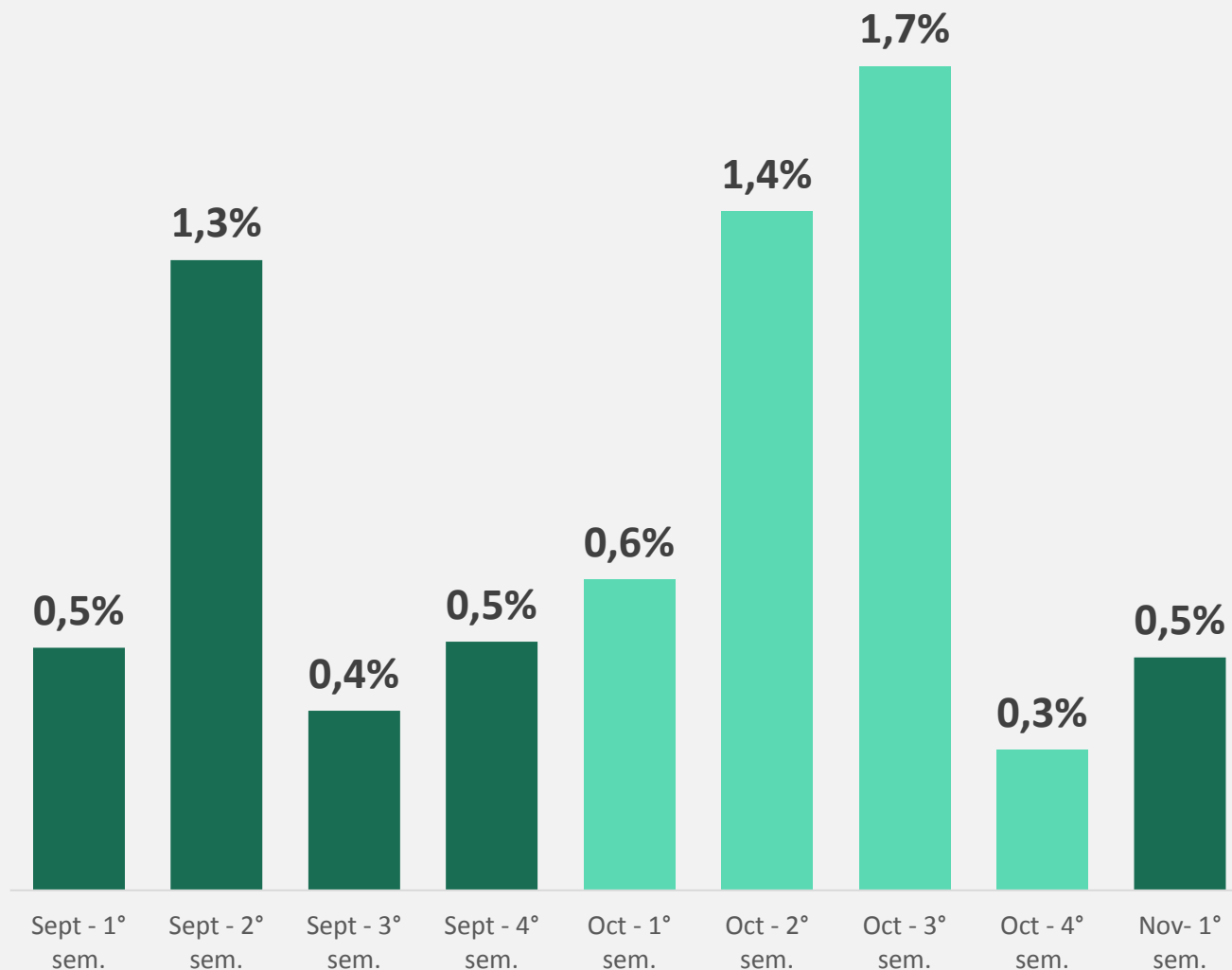


Fuente: LCG en base a BCRA

La brecha cada vez contagia más (o el FX oficial ancla menos)

ÍNDICE LCG- Alimentos y Bebidas

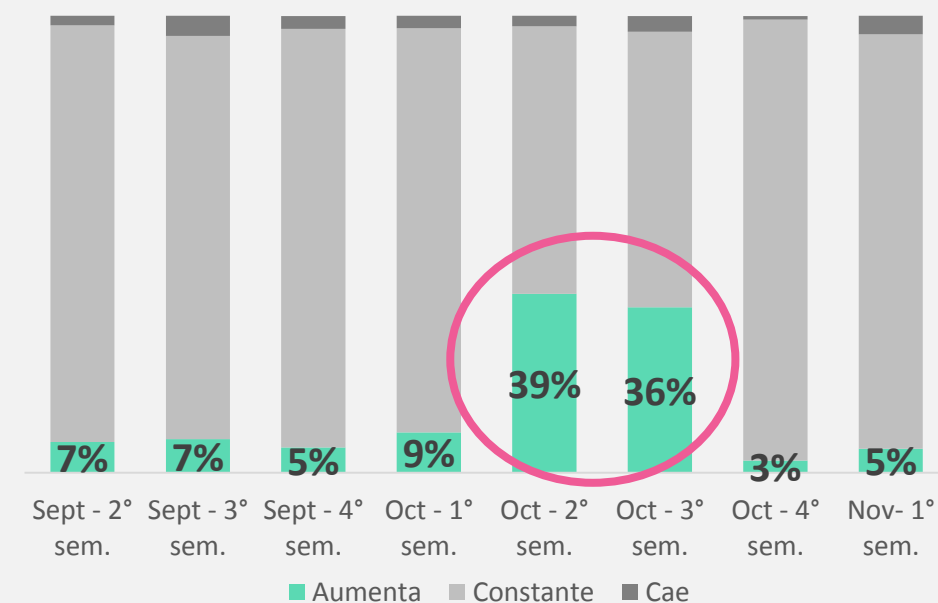
variación semanal



- Inflación octubre: 3,6% promedio (4,1% pcp)
 - Acelera 1,2 pp mensual
 - Mayor dispersión de los aumentos (**40% en octubre vs 7% en septiembre**)
- Arrastre para noviembre: +1,4%

ÍNDICE LCG: Índice de difusión

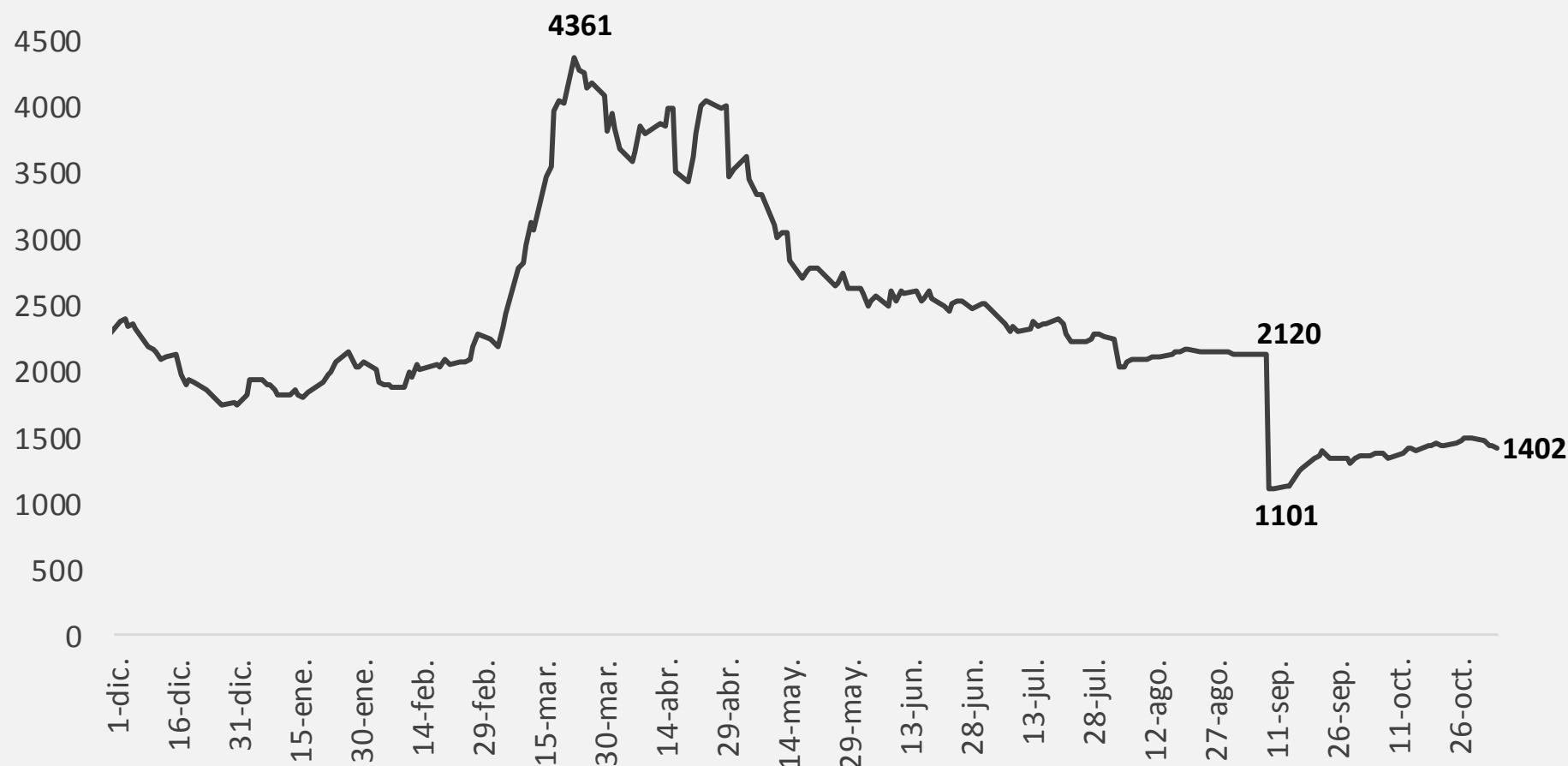
% productos relevados según variación semanal



Canje de deuda: Dos meses después de la reestructuración, se perdió la mitad la ganancia

Riesgo País Argentina

Índice EMBI



Fuente: LCG en base a Índice EMBI

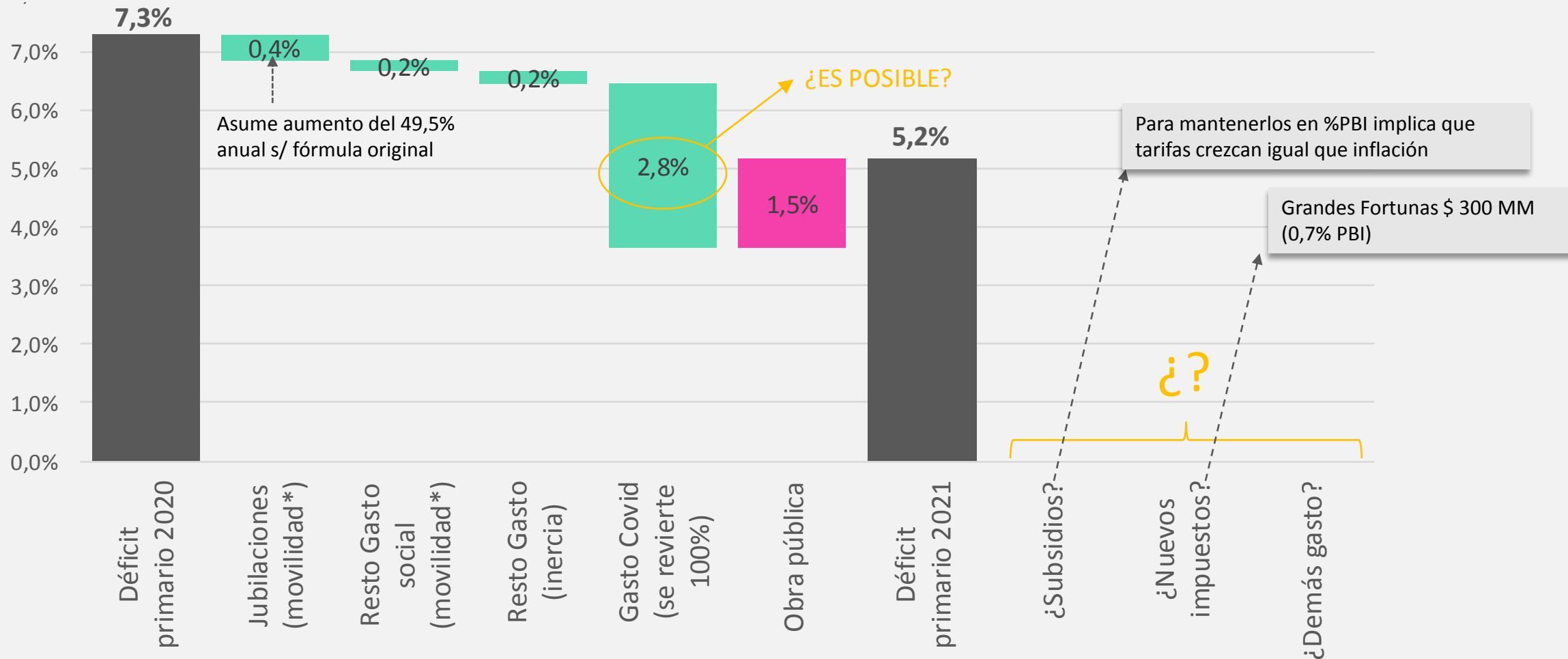
¿Ajuste expansivo es un oxímoron?

- Si bien acelerar la convergencia fiscal hace perder potencia por el lado de la demanda agregada futura, podría empezar a brindar la estabilidad que necesita en este momento la economía. En ese balance quizás valga la pena pensar en un sendero de reducción del déficit fiscal futuro más agresivo como algo positivo en el agregado neto. En contraposición, mientras se siga pensando en emitir más de \$ 1 Bn en concepto de señoreaje puro (más de 50% del déficit financiero estimado para el año próximo) difícilmente las expectativas puedan ceder en forma permanente.
- El déficit 'inercial' es de aproximadamente 5 puntos del PBI. Se trata de un nivel elevado aún cuando incluye el desarme total del gasto relacionado con el COVID (principalmente el IFE y el ATP) –algo que, como mínimo, podría no darse en caso de que rebrotes obliguen a un nuevo confinamiento- y aún considerando que existe una licuación en términos reales de las partidas que ajustan por movilidad y de salarios estatales. A su vez, el gasto en subsidios se mantiene en términos del PBI lo que implica una suba de tarifas en línea con la inflación (ver slide N° 11)
- Por supuesto que la posibilidad de crear nuevos impuestos o aumentar los ya existentes podrá otorgar ayuda. Y seguramente será la vía por la cual se intentará llegar al 4,5% del producto. El impuesto a las grandes fortunas y la reforma tributaria que enviaría el Gobierno al Congreso (después de haber sido aprobado el presupuesto) confirman esta teoría. Pero dista de ser una buena señal. Nuevamente las señales positivas de hoy, pueden redundar en medidas antipáticas en unos meses, o incluso el año próximo cuando los recursos de impuestos extraordinarios ya no estén presentes.
- El problema de fondo sigue siendo el exceso de pesos relativos a los dólares. Sin una corrección del déficit fiscal, difícilmente se pueda estabilizar la economía de cara al 2021. Faltan atravesar meses de necesidad de inyección de pesos en un contexto de caída de demanda de dinero (ver slide N° 20) y la promesa de un próximo año sin un programa financiero que reduzca las necesidades de emisión.
- Por ahora, solo promesas (un tanto vacías) y una sobreactuación del Ministro. Ambas políticas recomendadas por los manuales, pero de los banqueros centrales. El riesgo de jugar 'cheat' por parte del equipo económico podría ser alto. Por ejemplo, si en lugar de usar adelantos transitorios, se utilizan transferencia de utilidades para financiar el déficit de 2020 o el financiamiento del 2021 no convence al mercado y se siguen perdiendo reservas, entonces un reacomodamiento del tipo de cambio podría dejar muy vulnerable al sector público. Más déficit y más deuda básicamente

Inercia fiscal alta

Déficit primario

% PBI



Fuente: LCG

Una apuesta fuerte

- Hay que tener en cuenta que la exposición del Tesoro aumenta cuando coloca deuda dólar linked, con los títulos CER, cuando vende futuros de dólar, cuando ANSES y BCRA venden sus títulos a precios de remate y cuando siguen drenando reservas.
- Por lo tanto, hay que tener en cuenta que con **la estrategia actual se está subiendo el precio a la apuesta a no devaluar**. Las consecuencias de esta estrategia traen estabilidad si cede permanentemente la brecha, lo que demuestra que el sistema estaba sobre reaccionando. Sin embargo, **si la devaluación es inevitable, las cuentas públicas podrían quedar muy dañadas. Se está incrementando el riesgo sistémico** (ver slide N° 13).
- Los depósitos en dólares del sector privado siguen cayendo. Al menos una parte de ese movimiento se puede atribuir a que existe un factor de desconfianza política que no se puede subestimar. Los tres planes en menos de 45 días dieron fundamentos a esto. No obstante, al menos hasta el momento, el sistema estaría blindado ante una corrida contra los depósitos en dólares; los encajes no fueron utilizados por el BCRA (ver slide N° 14).
- Y claro que no obedece solo a problemas de la política. **De fondo, las reservas siguen cayendo a un ritmo superior a los USD 1.000 M mensuales. Las de rápida disponibilidad ya se encuentran en terreno negativo y las netas apenas alcanzan los USD 5.000 M**

contabilizando el oro y los DEG.

Reservas internacionales

USD MM

	30-oct.-20	30-sep.-20	30-dic.-19
RI Brutas	39,9	41,4	44,8
% PBI	10,6%	11,1%	10,0%
Encajes	11,4	11,8	8,9
Swap con China	20,0	20,0	18,6
Otros Org. Internacionales	3,2	3,2	3,7
RI Netas	5,3	6,4	13,7
% PBI	1,4%	1,7%	3,1%
Oro	3,7	3,8	2,7
DEG	2,9	2,8	2,8
RI de rápida disponibilidad	-1,3	-0,2	8,2
% PBI	-0,3%	-0,1%	1,8%

La apuesta a no devaluar >> aumenta el riesgo sistémico si sale mal

Deuda en dólares:
USD 150.000 M
(canje 2020 + OI)

Deuda indexada a dólar:
USD 3.400 M

Deuda indexada a CER:
USD 5.100M

Posición creciente futuros
BCRA:
USD 6.000 M

Presupuesto "corto" en tipo
de cambio:
USD 1.000 M
(energía, intereses vs
derechos de expo/impo)

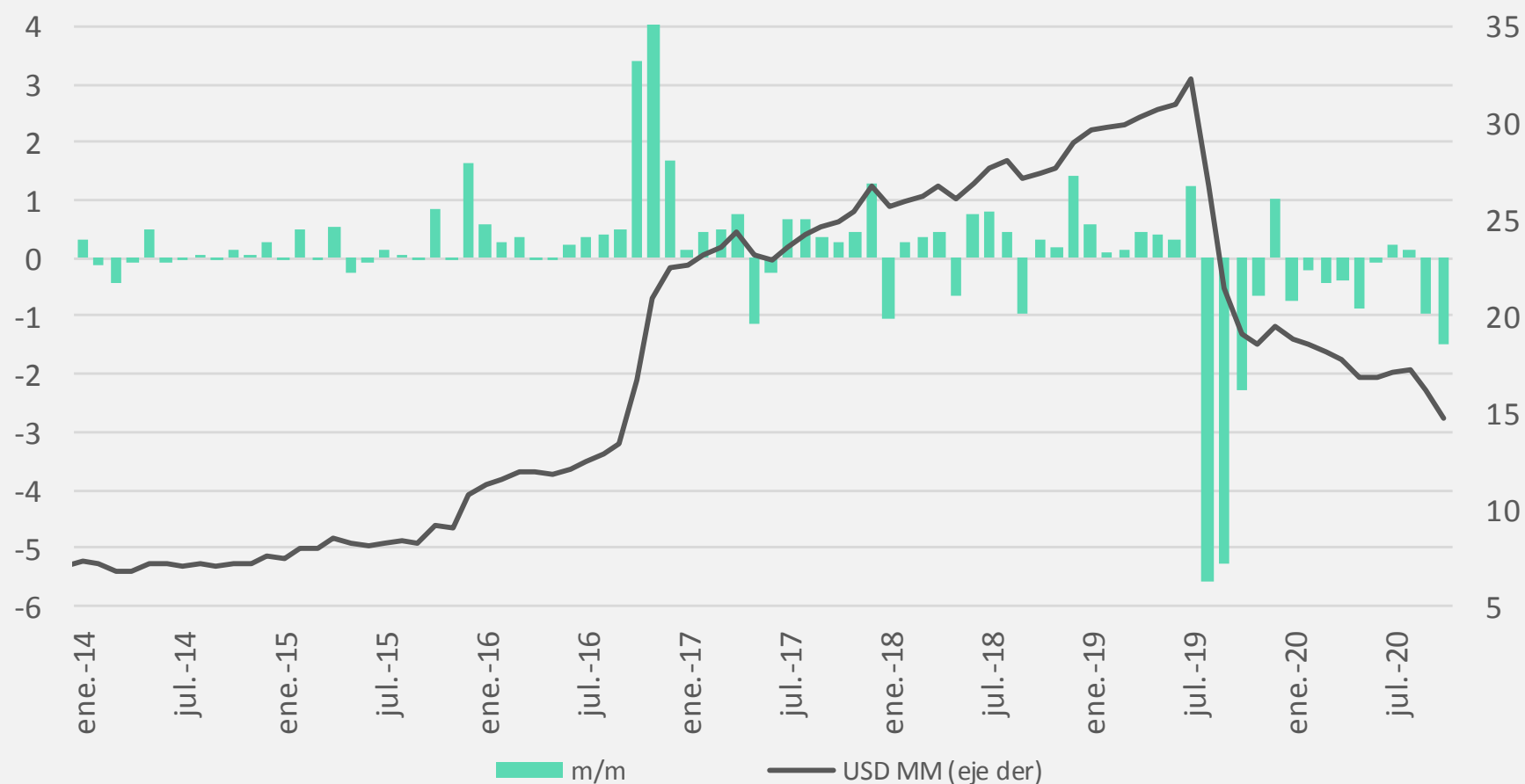
En un escenario desfavorable, los
grados de libertad del sector
pública se reducen sensiblemente

Aumenta el riesgo sistémico

Incertidumbre económica y desconfianza política fomentan drenaje de depósitos en dólares

Depósitos privados en dólares

USD MM y m/m



Fuente: LCG en base a BCRA

Sin grandes augurios para la actividad

- Mientras la situación cambiaria aqueja, la actividad se recupera a un ritmo moderado y dispar. Los bienes durables, y lo relacionado con la construcción están traccionando el producto pero por las malas señales: la brecha cambiaria. Sectores de servicios a medida que se levanta el confinamiento podrán ir reabriendo pero no hay aún un panorama del daño que causó la pandemia y el aislamiento. Vemos una desaceleración en el ritmo de recuperación en los últimos meses del año. La recuperación con mayor o menor velocidad es similar a la registrada en el resto de los países.
- **La diferencia en Argentina es que lo que más amenaza con cortar ese ritmo de crecimiento no es solo un rebrote de la pandemia sino la posibilidad concreta de una inestabilidad que hoy se está reflejando en el dólar, la brecha y las reservas pero que puede contagiar negativamente a la economía real si se percibe que la situación no está bajo control.**
- Bajo condiciones de estabilidad la demanda se recuperará. Cómo se compondrá esa demanda dará un perfil de recuperación. No obstante, la falta ya no sólo de un plan macroeconómico, sino de un norte en materia productiva parecen todavía desatendidas para transformar esa recuperación en crecimiento económico.
- Los ciclos de estancamiento de Argentina tienen que ver en distintas oportunidades con un desbalance entre demanda y oferta

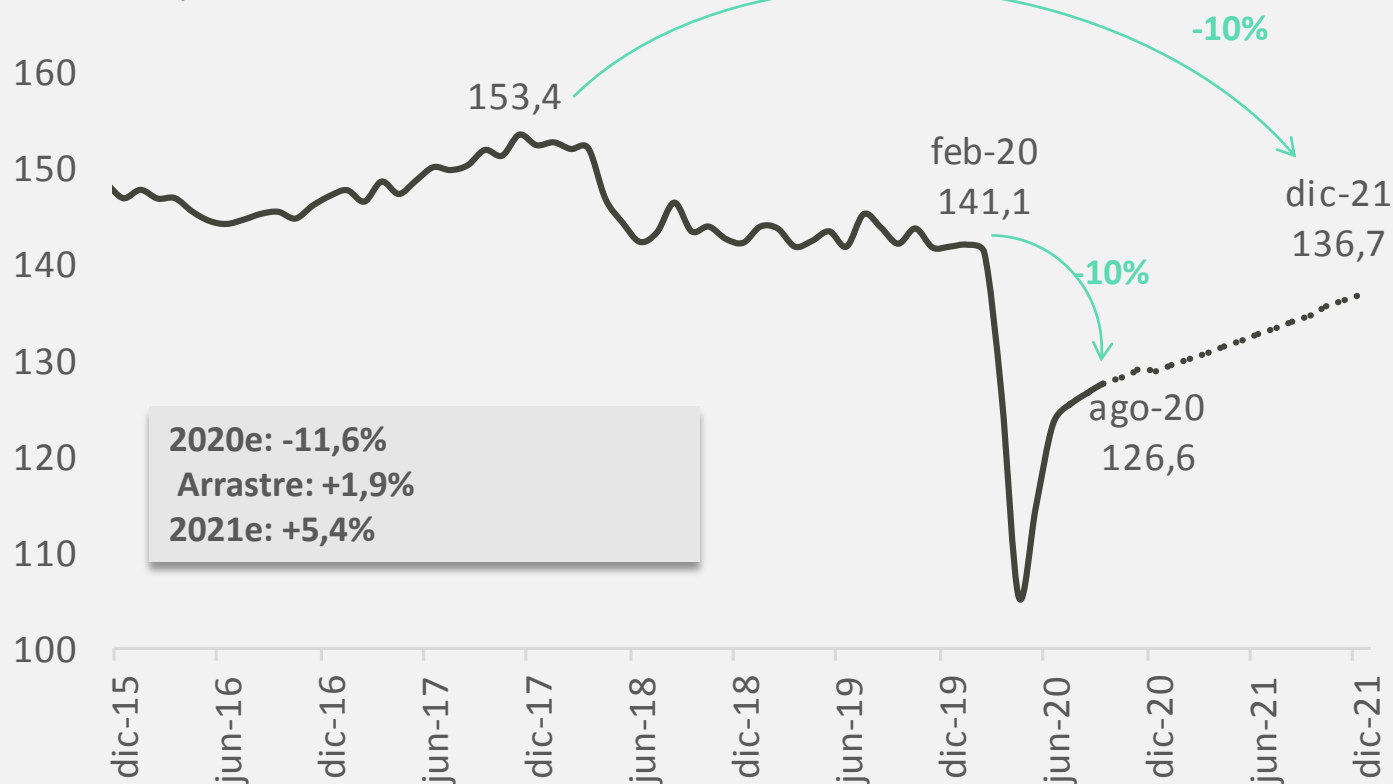
agregadas. Esto se traduce en restricciones de divisas, de energía, de capital, de insumos, conflicto distributivo que detiene el crecimiento. Todos factores de producción sobre los cuales preocupa la desatención.

- Sin estabilidad es imposible pensar en la acumulación de estos factores o en tener un perfil intensivo de crecimiento, es decir, basado en la productividad. No obstante, **más allá de las turbulencias de corto plazo, vemos dificultades para que el país encuentre un balance adecuado entre acumulación y gasto agregado. Es por ello que en nuestras proyecciones consideramos que la recuperación será lenta incluso pensando que es constante a lo largo del tiempo (ver slide N°16).**

La actividad se recupera desde el piso, pero inestabilidad le pone techo

EMAE

Serie s.e, base 2004=100



Fuente: LCG en base a INDEC

- La brecha empieza a generar nuevos mecanismos de adaptación (pe. desabastecimiento)
- No hay plan económico consistente, ni de corto ni de largo plazo>> Potenciales cuellos de botella
- No hay incentivo a hundir capital
- Disidencias internas dentro de la coalición de gobierno cada vez más explícitas (¿oportunidad ante el llamado al diálogo de CFK?)

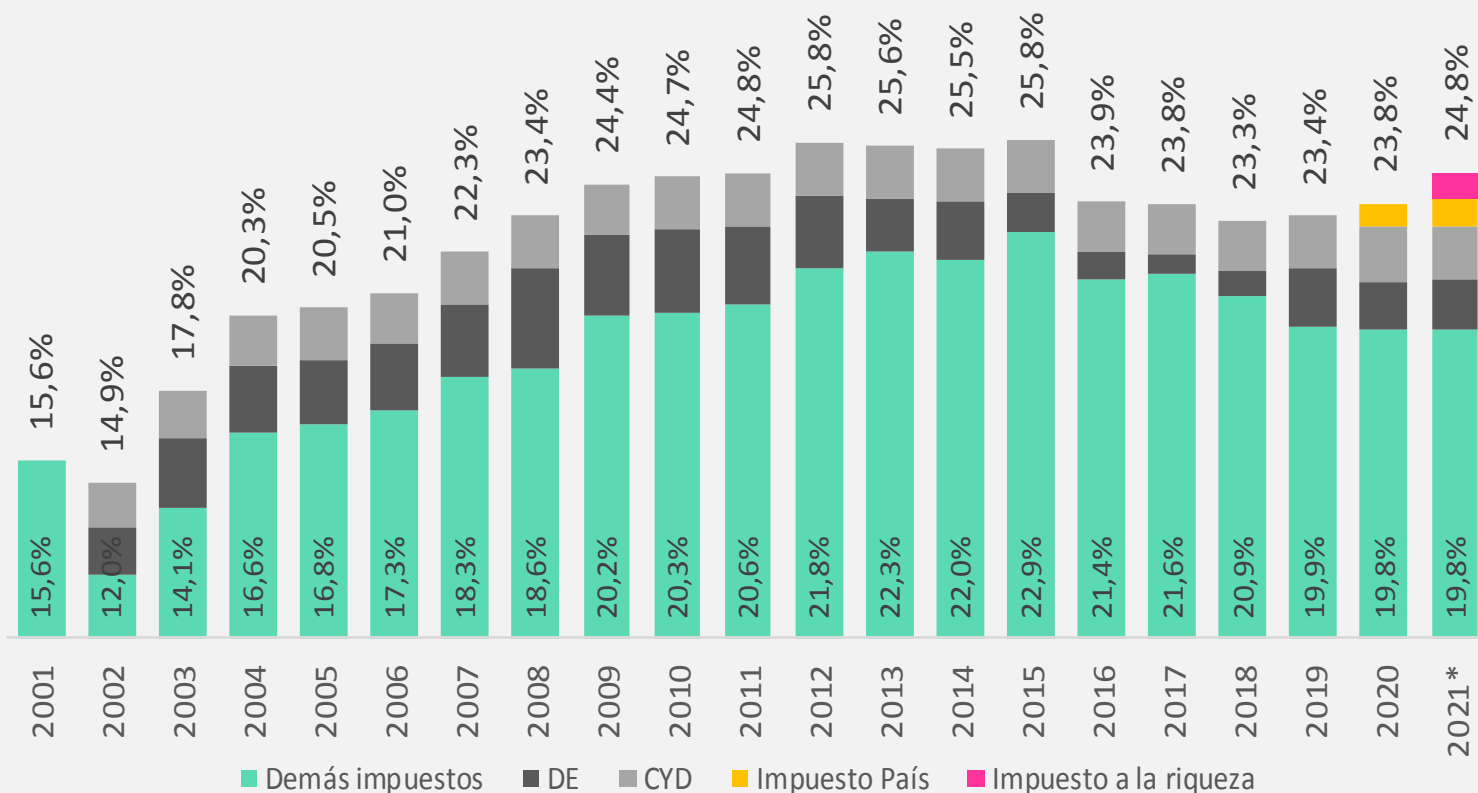
Las medidas alternativas

- La posición de algunos sectores del gobierno anterior encarnada en la voz de F. Sturzenegger refieren a que el problema es el propio control de cambios: sin el mismo no habría faltante de divisas dado que la elevada liquidez internacional y las tasas domésticas atraerían capitales de corto plazo, apreciando al peso.
- Esta hipótesis puede ser válida, pero soslaya los riesgos de estabilizar la economía con deuda de corto plazo: depender nuevamente del ciclo financiero global y aumentar la exposición a shocks externos o a la simple desconfianza como sucedió en abril de 2018. Adicionalmente, se corre el riesgo de generar una apreciación ficticia que siempre es una tentación política. Habría que empezar a aprender de errores del pasado.
- En este sentido, podría pensarse que los controles de cambios llegaron para quedarse y en todo caso discutir la forma ideal en términos de menores costos que estos pueden tener y el grado de rigidez que deben reflejar. Entendemos que es más deseable controles < a la entrada > que < a la salida >, pero son cuestiones que habrá que definir. Lo cierto es que la estrechez del cepo actual y los controles informales que existen actualmente no son sostenibles en el tiempo.
- Sin embargo, en medio de esta inestabilidad y de manera transitoria, actualmente se puede pensar que el camino de desandar el elevado margen entre el dólar oficial y el libre podría ser a partir de un **desdoblamiento entre un dólar comercial y uno financiero, pero que incluya un salto discreto del primero para que luego converjan ambos a un nivel alto.**
- Es verdad que el tipo de cambio real no se encuentra apreciado y que las cotizaciones paralelas lucen elevadas en términos históricos y desacopladas de los fundamentals de la economía. No obstante, cuando se contempla el crecimiento de la presión tributaria de los últimos 20 años (9,2 pp del PBI entre 2001 y 2020; ver slide N°18) y se ajusta la competitividad precio por esta cuestión, al FX oficial no “le sobra nada”. Es apenas 30% superior a nivel del diciembre 2001 y se ubica 30% por debajo del dólar Lavagna -2003-2005 (ver slide N° 19)
- Un lectura estructural pone en evidencia la necesidad de contar un tipo de cambio más elevado para compensar a un Estado ineficiente, algo a lo que hicimos referencia en números informes previos.
- Atravesar el camino del desdoblamiento formal tiene las dificultades de la aprobación del FMI, pero principalmente **tiene el riesgo de ir a un escalón más alto en términos de nominalidad.** En un contexto de caída de demanda de circulante como el actual es un riesgo elevado (ver slide N°20), **pero podría dejar un buen punto de partida en materia de competitividad precio para que el sector privado tome la iniciativa en materia de actividad y no recaiga el peso en el sector público exclusivamente.**

Aumento de la presión tributaria: 9,2 pp del PBI en 20 años

Presión tributaria

Impuestos nacionales en % del PBI



2021 vs 2019:

Imp. riqueza: +0,8 pp

Imp. País: +0,9 pp

Créditos y Débitos: +0,1 pp

Derechos de Exportación: -0,3 pp

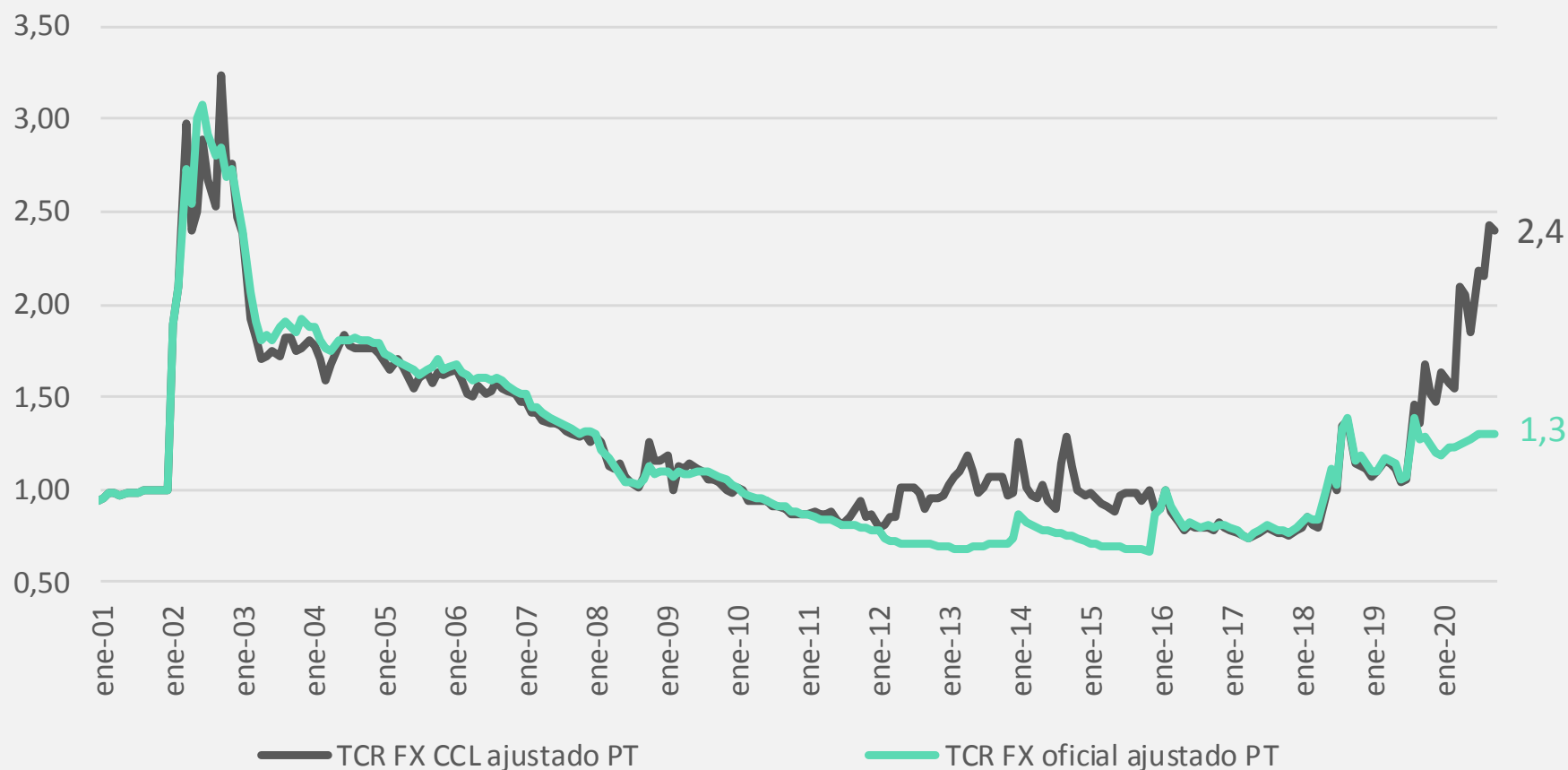
Fuente: LCG en base a AFIP

* asume proyecciones del Presupuesto 2021

Una lectura estructural: la necesidad de un tipo de cambio real más alto para compensar la ineficiencia del estado

Tipo de cambio real ajustado por presión tributaria

índice base diciembre 2001=1

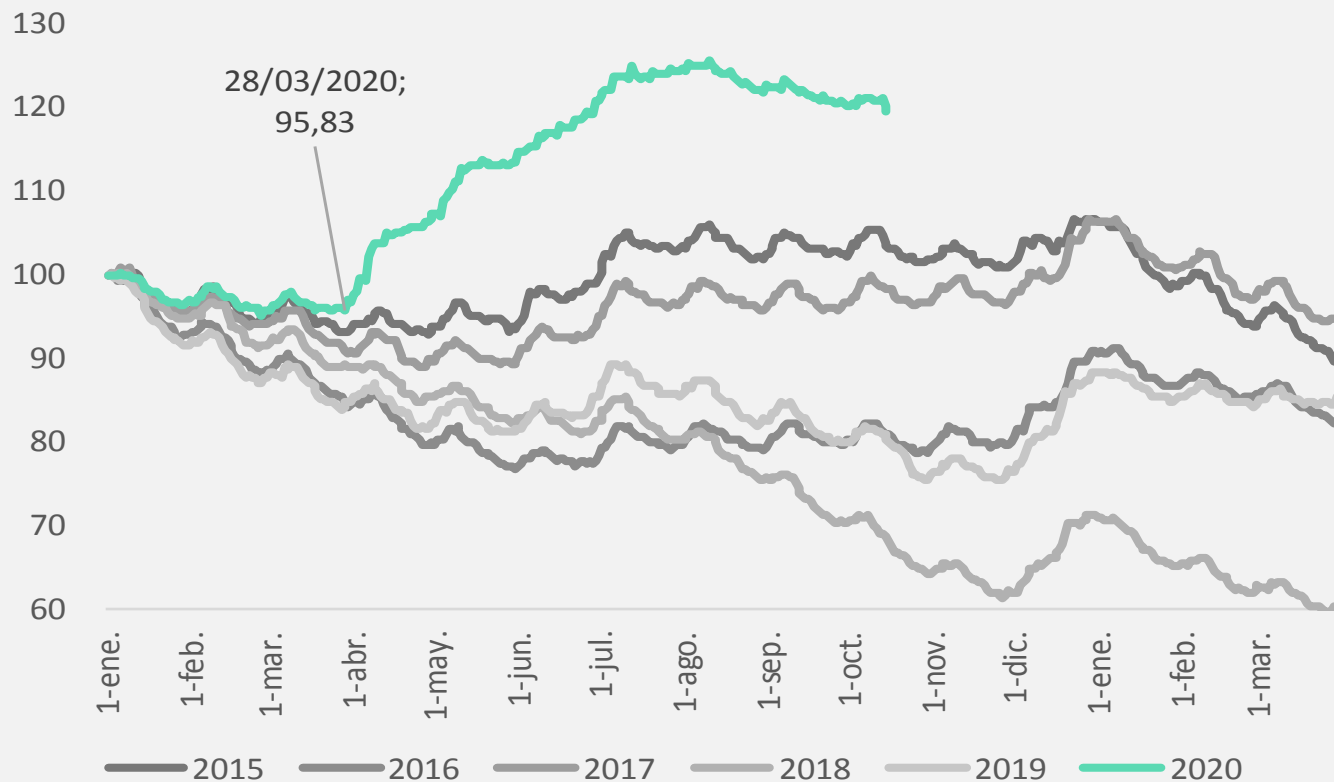


Fuente: LCG en base a BCRA

Cae la demanda de dinero >> riesgo de alta inflación

Circulante (a precios constantes)

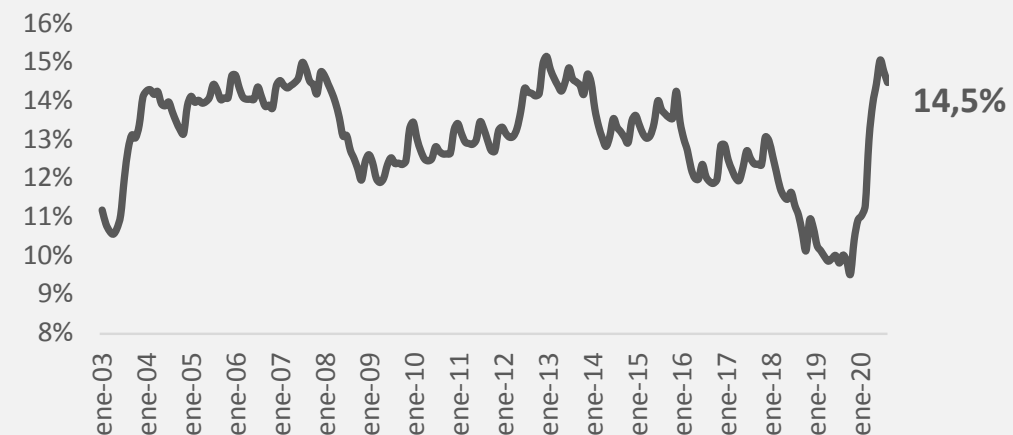
Base 100= 1-ene



Fuente: LCG en base a BCRA

M2 privado

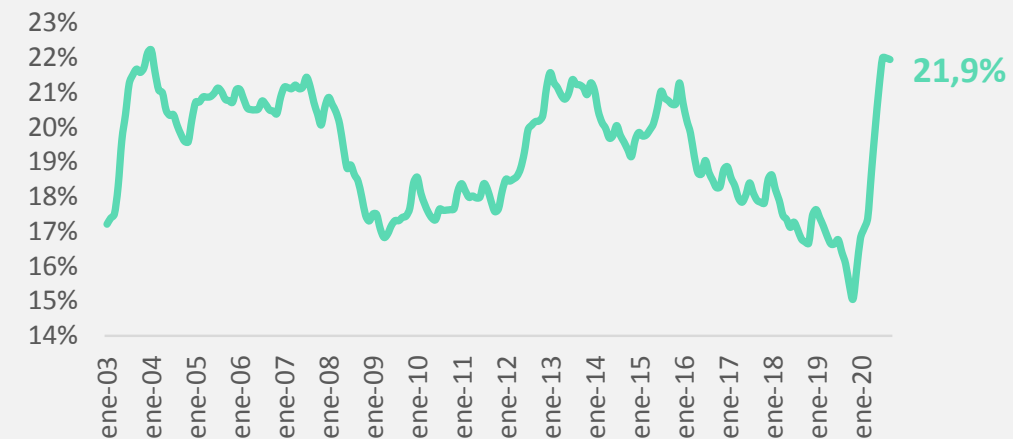
% PBI, último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

M3 privado

% PBI, último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

Se encuentra prohibida su reproducción y circulación no autorizada