

PARANA SEGUROS TERO GRANIZO

MacroView S.A.

Buenos Aires, 4 de noviembre de 2020

EN QUÉ TERMINA ESTE LÍO: HOJA DE RUTA

1. CRISIS 2020: PANDEMIA, POLÍTICA Y CÓMO SE FINANCIA

2. ECONOMÍA: DOS COSAS NECESARIAS (no suficientes)

- A) Sacarse de encima (por un tiempo) la incertidumbre de la deuda
- B) Salir del pozo de la actividad

3. LA CRISIS CAMBIARIA: LA CAJA DE RESONANCIA DE ESTE LÍO

- A) El BCRA no para de vender dólares y perder reservas
- B) Los problemas del mercado cambiario aun con cepo
- C) Dólar, brecha, respuestas del gobierno
- D) Cómo termina este lío

4. EL DESAGUISADO MACRO: EL TRASFONDO DE TODO ESTE LÍO

- A) Fisco y moneda
- B) Los precios: hacia dónde va la inflación

5. EL PAPEL DEL FMI: CUÁNDO SE METE EL FONDO

6. REMATE Y CONCLUSIÓN

1. CRISIS 2020: PANDEMIA Y POLÍTICA

i) PANDEMIA: NUEVO EMPEORAMIENTO GLOBAL

- **EUROPA: OTRA VEZ COMPLICADA**

→ Brote fuerte. Volvieron los confinamientos y los toques de queda. Rechazo social. Focos más críticos: Bélgica, Francia, Inglaterra, Italia.

- **EE.UU.: ESTABILIDAD «RARA»**

→ Apparentemente en una meseta alta aunque inestable.

- **ASIA: FOCO EN LA INDIA**

→ El continente tiene la tensión focalizada en India. China es un misterio.

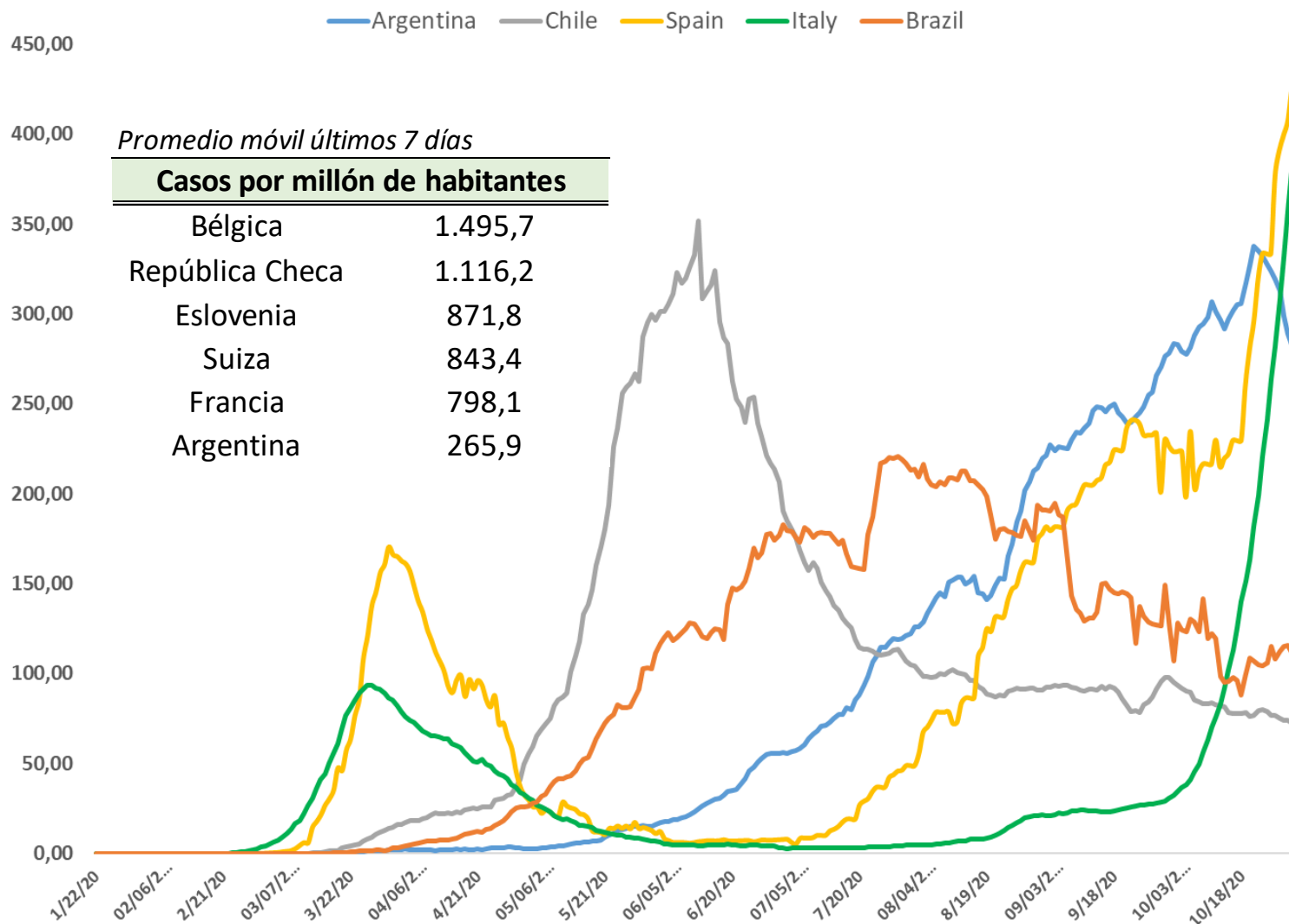
- **LATINOAMÉRICA: SEMI – ESTABLE, ARGENTINA PARTIDA EN TRES Y ESPERANDO**

→ La región luce entre amesetada y con distensiones. El mayor problema es Argentina. Están declinando los casos y las muertes en AMBA pero la tensión se corrió al interior (básicamente Santa Fe, Córdoba, Tucumán, Mendoza, R. Negro, Neuquén)

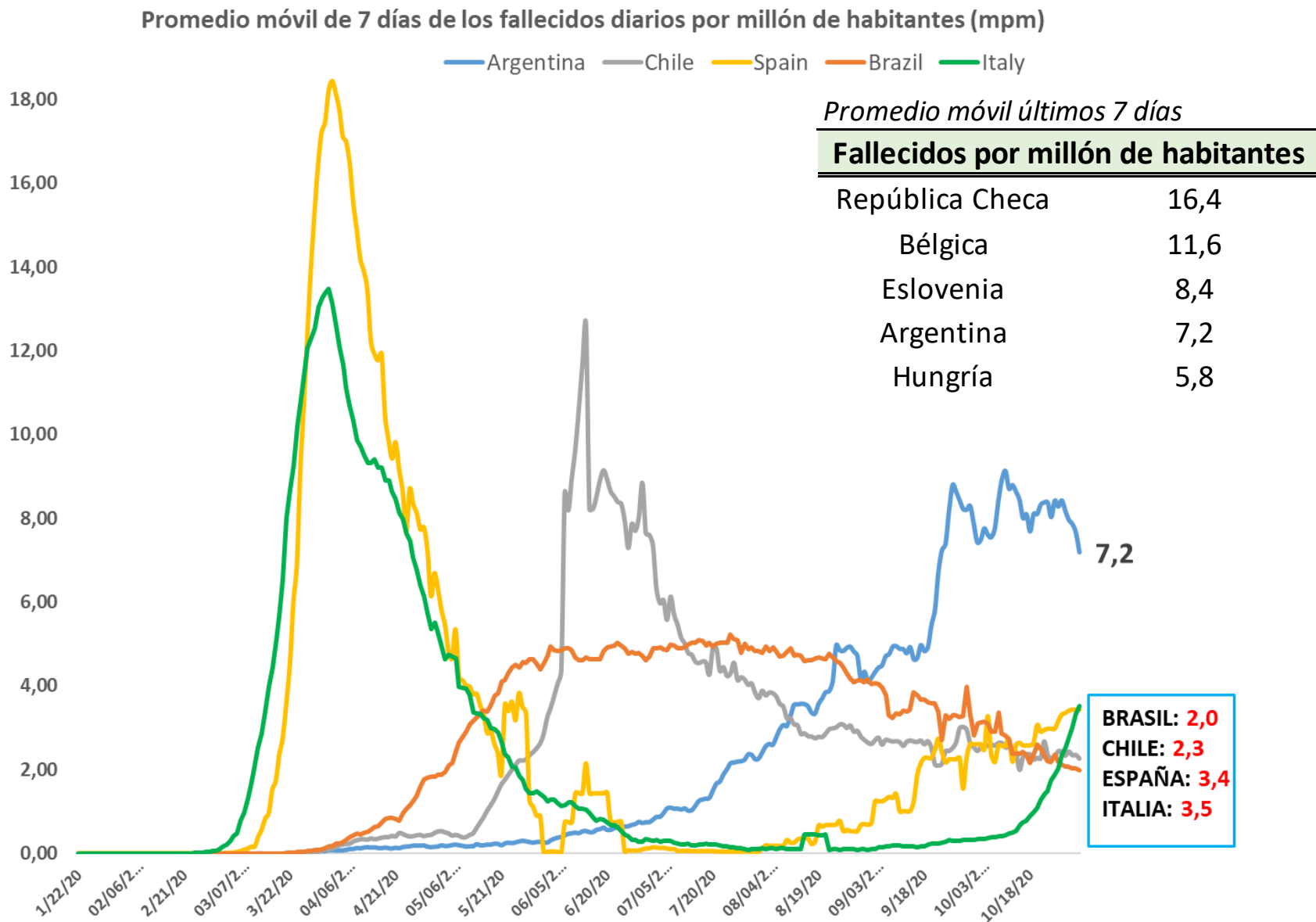
Nuevos rebrotes en el Hemisferio Norte a las puertas del invierno **vuelven a generar incertidumbre en lo sanitario y también en lo económico. Más los problemas en Argentina que no aflojan.**

ARGENTINA, SIN EL PAN Y SIN LA TORTA (I) (CASOS)

promedio móvil 7 días de los nuevos casos diarios por millón de habitantes



ARGENTINA SIN EL PAN Y SIN LA TORTA (II) (FALLECIDOS)



AHORA LOS CASOS MÁS CONCENTRADOS EN EL INTERIOR DEL PAÍS Y MENOS EN AMBA

	Prov. De Buenos Aires	CABA	Córdoba	Mendoza	Santa Fé	Tucumán
15-sep.	5.890	1.004	435	695	1.373	324
16-sep.	5.849	952	598	701	1.484	548
17-sep.	6.080	996	726	567	1.337	540
18-sep.	5.425	861	1.371	753	1.622	306
19-sep.	4.061	800	104	584	1.146	700
9-oct.	5.093	860	1.593	898	2.309	805
10-oct.	3.929	596	1.492	647	1.604	1.258
12-oct.	2.838	582	986	425	1.823	840
13-oct.	4.825	716	1.727	869	2.376	1.007
14-oct.	5.518	826	1.865	923	2.724	1.308
15-oct.	5.194	833	2.306	963	2.502	1.242
16-oct.	5.284	769	1.929	928	2.508	1.087
17-oct.	3.956	550	1.417	522	2.143	623
3-nov.	3.615	460	1.339	515	1.764	973

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Salud y CovidStats.

ii) POLÍTICA: UN “PERONISMO” AL QUE “LE CUESTA GOBERNAR”

- **RARÍSIMO EN ARGENTINA UN VICEPRESIDENTE CON PODER.**
 - Es atípico que la líder de la coalición gobernante sea la Vicepresidente (manejando agenda «vía cartas o silencios») y no el Presidente. Este poder bicéfalo **no está funcionando bien.**
 - La pandemia profundizó la crisis macroeconómica y **blanqueó el problema de la conducción.**
 - Es una coalición con varios peronismos superpuestos, un gabinete descoordinado y fundamentalmente **muy lenta e ineficaz en la toma de decisiones.**
- **PRIMERA VEZ DESDE LA VUELTA A LA DEMOCRACIA QUE AL “PERONISMO LE CUESTA GOBERNAR”.**
 - Única vez que tuvo problemas: en los setenta tras la muerte de Perón.
 - A este peronismo “raro” **le cuesta un montón hacer pie en la crisis macro - cambiaria.** Arrancó flojo de papeles (un PPP), está bajo de reacción y con respuestas tibias.
 - Para apagar el **incendio** había que llamar a los **bomberos** pero terminó viniendo el **sodero** y tarde.

Las dos rarezas (de raíz político - institucional) **están pesando** al momento de enfrentar una corrida cambiaria y una crisis macroeconómica.

“LA CARTA POST – SILENCIO”: CONFUNDE MÁS DE LO QUE ACLARA

- **POLÍTICAMENTE, ¿UN GIRO DE 180°?**

- «...El problema de la economía bimonetaria **no es ideológico**. No es de izquierda ni de derecha. **Tampoco es una cuestión de clases...**».
- «...Es el problema más grave que tiene el país, es de **imposible solución sin un acuerdo político**.
- «...Nos guste o no nos guste, **esa es la realidad y no puede ser ignorada...**».

- **ECONÓMICAMENTE, QUÉ PUEDE SIGNIFICAR EN CONCRETO**

- Cero. Sólo un **TÍTULO**.
- Redoblar esfuerzos para imponer el peso sea como fuere. **¿PESIFICACIÓN?**
- Revisar el «manual del kirchnerismo» en busca de variantes de convivencia con el dólar. **¿ALGUNA RECONVERSIÓN PRAGMÁTICA «A LA NÉSTOR»?**

La pandemia fue un golpe terrible. La Vicepresidente ve amenazado su proyecto político 2023. Siente que «las balas pican cerca». **¿Busca despegarse del gobierno o se involucra de lleno?** ¿Va a fondo con su manual ideológico o ensaya alguna pincelada pragmática para «salvar su proyecto»? **La Carta confunde más de lo que aclara.**

iii) ACELERACIÓN Y AGOTAMIENTO DE LOS INSTRUMENTOS PARA FINANCIAR UNA CRISIS

- **C. FERNÁNDEZ 2009 - 2010 AGOTÓ EL SUPERÁVIT FISCAL Y ESTATIZÓ LAS AFJP**
 - En la crisis 2009, el gobierno pasó de superávit primario de casi 3 puntos del PBI a cero y de ahí a déficit creciente. También se estatizaron los fondos de pensión.
 - Hoy, Chile y Perú financian la pandemia con los fondos previsionales acumulados en el sistema de capitalización.
- **CRISTINA FERNÁNDEZ 2011 - 2015 (CON CEPO) SE «COMIÓ» LAS RESERVAS**
 - Vendiendo dólares en el mercado y pagando deuda del gobierno, las reservas netas propias del BCRA cayeron de más de US\$ 40 mil M en 2010 a negativas en 2015.
- **MACRI 2016 - 2019 USO TODO EL ENDEUDAMIENTO DISPONIBLE**
 - Primero, inundó de bonos el mercado de capitales por unos US\$ 60 mil M
 - Después, consumió todo el crédito disponible del FMI por US\$ 45 mil M.
- **A. FERNÁNDEZ 2020 AGOTÓ LA EMISIÓN MONETARIA**
 - Por la pandemia, se emitirán bruto más de 2,5 billones de pesos (la mitad absorbidos con LELIQ y venta de reservas). Se aprovechó la desmonetización de 2018 - 2019 para emitir y se comió el pucho de reservas netas que dejó Macri.

La pandemia se financió con emisión. Consecuencia esperable: gran crisis macro

HOY ES CUANDO SE “SIENTE” HABER DESPERDICIADO EL TREN REGIONAL DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS

Reservas internacionales netas - US\$ M

Fin de período

	Brasil	Perú	Colombia	Chile	Paraguay	Uruguay	Argentina
2003	46.684	10.194	10.608	9.502	983	1.603	11.305
2007	163.526	27.689	20.607	8.384	2.462	4.121	41.555
2011	343.180	48.816	31.912	21.891	4.984	10.302	33.965
2015	348.844	61.485	46.256	27.333	6.200	15.634	-3.833
2019	339.345	68.316	52.654	30.274	7.675	14.505	12.568
Último dato	337.430	72.354	56.448	29.669	8.998	16.711	4.000
	x 7	x 7	x 5,5	x 5,5	x 9	x 10	

Argentina acumuló reservas netas hasta 2007. Desde ese momento desacumuló todo el tiempo (salvo en 2016 - 2017 que el BCRA compró los dólares del endeudamiento externo) .

2. ECONOMÍA: LO NECESARIO, LO URGENTE Y LO IMPORTANTE

- **LO NECESARIO (NO SUFICIENTE)**

- **LA DEUDA DESCOMPRIMIÓ EL HORIZONTE DE PAGOS FISCAL.** El gobierno limpió el horizonte de pagos hasta 2024 y se “ahorró” unos US\$ 35 mil M. Pero **no es trampolín a un despegue del crédito ni mucho menos.** Y para colmo se empiojó la deuda privada en dólares por el control de cambios.
- **EL REBOTE ESTADÍSTICO DE LA ACTIVIDAD (DESDE EL -11%) AYUDA.** La actividad puede crecer en 2021 ¿5 / 6%?. **PERO** no será un rebote corrector de inconsistencias macro. **No será sustituto de un programa macro consistente.** Tampoco reemplazaría inversión o empleo para volver a la ruta.

- **PERO EXPLOTÓ LO URGENTE**

- **UN LABERINTO CAMBIARIO.** El desaguizado fiscal y monetario de la pandemia metió al mercado cambiario en un laberinto.

- **Y SIGUE ESTANDO LO IMPORTANTE**

- **EMPEZAR A DESANDAR EN 2021 EL LÍO FISCAL Y MONETARIO** en un año electoral.
- **Y LA NEGOCIACIÓN CON EL FONDO.** ¿Acuerdo por convicción o por resignación?

2. A) SACARSE DE ENCIMA EL TEMA DE LA DEUDA

La limpieza de pagos en dólares hasta 2024 (falta acordar con el Fondo)

Vencimientos originales en Moneda Extranjera

	2021	2022	2023	2024	2025
Organismos Internacionales	7.869	20.869	20.969	7.237	2.448
Club de Paris (1)	2.398	0	0	0	0
Títulos en dólares	10.427	10.252	9.057	7.062	5.892
Otros	273	240	392	183	183
TOTAL	20.967	31.361	30.418	14.482	8.523

Vencimientos post reestructuración de bonistas en Moneda Extranjera

	2021	2022	2023	2024	2025
Organismos Internacionales y bilateral	7.869	20.869	20.969	7.237	2.448
<i>FMI</i>	4.853	18.118	18.356	4.626	0
<i>Banco Mundial, BID, etc</i>	3.016	2.750	2.613	2.611	2.448
Club de Paris (1)	2.398	0	0	0	0
Títulos en dólares (2)	136	1.204	1.787	2.468	6.987
Otros	273	240	392	183	183
TOTAL	10.676	22.313	23.148	9.889	9.619

(1) Club de París se defaulteo la última cuota de capital en 2020 y se supone que se refinancia

(2) En base a la última propuesta del Gobierno (sobre la base del 100% de aceptación)

EL DESAGUISADO MACRO – POLÍTICO “CONTAMINÓ” EL “NUEVO” RIESGO PAÍS

- La TIR de los nuevos bonos debutó lejos del 10% y se fue alejando más.

	DEBUT	HOY
	10-sep-20	03-nov-20
Ley Extranjera		
Global 2030 (Ley NY)	11,4	17,1
Global 2038 (Ley NY)	11,8	15,9
Global 2046 (Ley NY)	12,2	15,4
EMBI (bps)	1.104	1.435

Fuente: MacroView S.A. en base a IAMC y MAE

- Además de la posibilidad de sacar “10” (como Ecuador) se perdió el tren emergente de riesgo país.

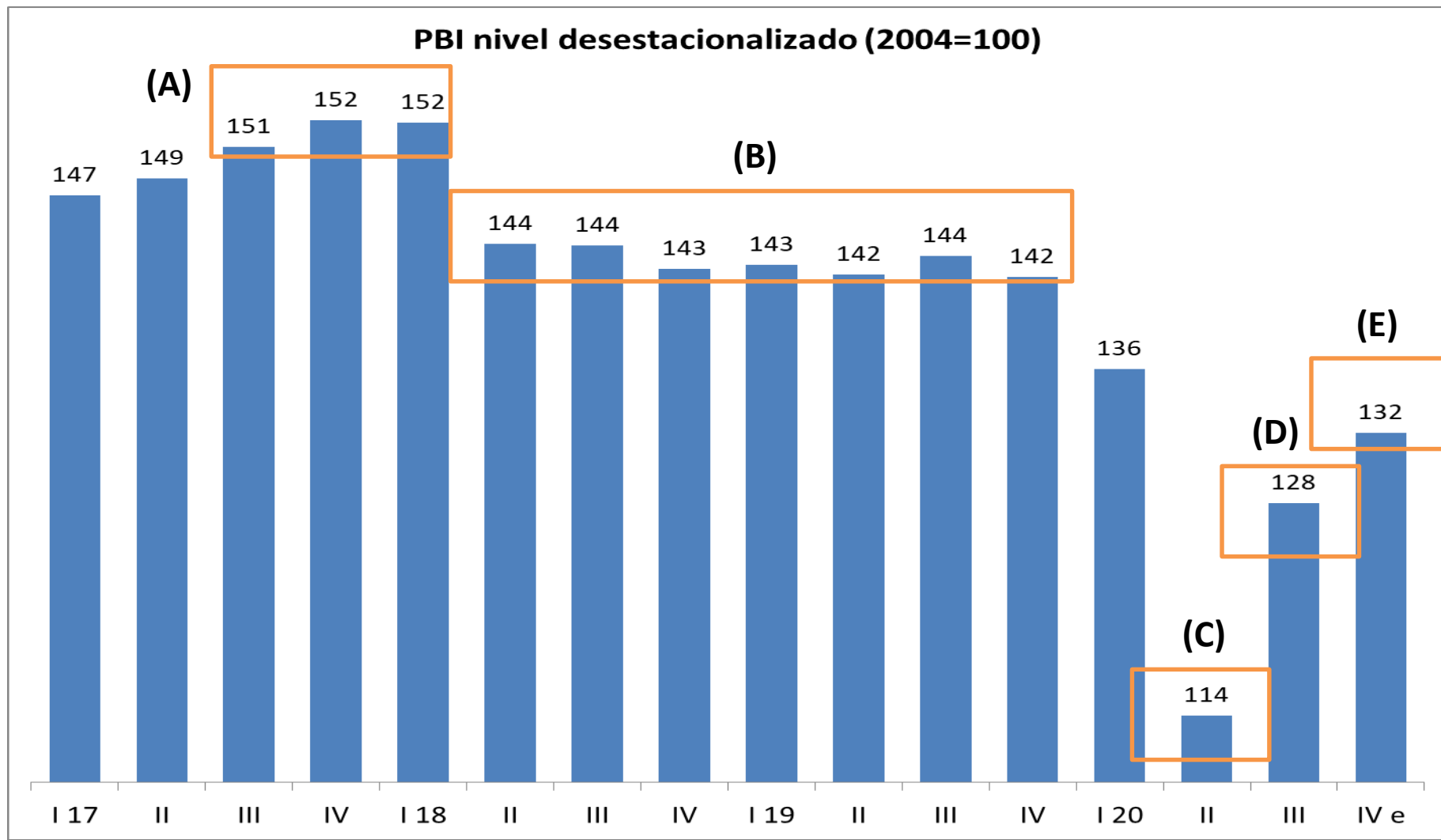
Riesgo país	Ecuador	Egipto	Turquía	Ucrania	Brasil
03-nov-20	993	631	651	645	307

Al revés que Argentina, se discutía la oferta al 12% de TIR y debuta al 10%.

El riesgo país será muy difícil de “domar”. Es otro “tiro por la culata” para la macro, un nuevo eslabón (termómetro) que se agrega al círculo vicioso del desaguizado. Y con implicancias en la inversión y micro financiera de las grandes empresas.

2.B. SALIR DEL POZO DE LA ACTIVIDAD

¿Rebote intermitente?



El PBI a fin de 2020 (E) quedará alrededor de 8% por debajo de la previa (B) y a 14% de la pre-crisis 2018-19

NIVEL DE ACTIVIDAD 2021: IMPACTARÁ MAYORITARIAMENTE EL DESAGUISADO MACRO (si no vuelve lo sanitario)

2020 dejará un “arrastre” estadístico alto, 3 /4 puntos, pero con situaciones sectoriales disímiles y una macro condicionada

Sectores que "zafaron" 2020 con "poco" para dar en 2021 - 25% del PBI

Campo	}	<i>Cosecha levemente menor</i>
Alimentos		<i>Riesgo de menor oferta</i>
Química / medicamentos	}	<i>por precios máximos</i>
Bancos	}	<i>Mejor por emisión y crédito subsidiado</i>

Macro - dependientes (precios, salario, empleo, crédito, inversión) - 25% del PBI

Comercio	}	<i>Afectados por inercia</i>
Vestimenta y calzado		<i>negativa del salario real</i>
Construcción empresaria	}	<i>Bajo clima de inversión,</i>
Siderurgia		<i>financiamiento, riesgo</i>
Petróleo / Refinación / Minería		<i>país</i>

Hay un 30% del PBI conformado por los sectores de Administración Pública, Salud, Educación, Servicios públicos, Actividades inmobiliarias

Remontaron 2020 y que enfrentan restricción de dólares en 2021 - 5% del PBI

Autos	}	<i>Demanda muy alta en</i>
Motos		<i>sectores "brecha" pero</i>
Electro, muebles		<i>faltantes de oferta</i>
Materiales construcción	}	<i>Mejor por demanda residencial</i>

Sectores en "aislamiento" y pueden salir con la vacuna en 2021 - 15% del PBI

Turismo	<i>Terminan 2020 con</i>
Servicios profesionales	<i>caídas de dos dígitos</i>
Transporte	<i>altos. Hay espacio para</i>
	<i>que recuperen sin</i>
	<i>"segunda ola"</i>

2021 enfrenta un cuadro sectorial que mezclará secuelas de la pandemia pero con fuertes restricciones macro

UN ESCOLLO PARA TODO 2020 - 2023: EL DESPLOME DE LA INVERSIÓN

Var. % promedio anual						% PBI		
Inversión reproductiva (1)			Vivienda (2)	Inversión Total (1 + 2)	Inversión Total	Inversión necesaria para compensar la depreciación del capital		
	Maquinaria y equipo	Infraestructura	Total					
	2018	-10,5	2,5	4,3	0,1	2,5	20,0	16,4
	2019	-24,9	1,0	-3,4	-7,0	-3,1	17,1	16,6
Hoy	2020 (II trim)	-27,9	-62,0	-31,9	-47,6	-38,4	12,5	17,0
Corralito	2001	-35,2	-17,6	-31,9	4,1	-14,8	14,4	14,1
	2002	-34,2	-26,2	-32,4	-41,0	-37,4	10,2	15,3
Híper	1989	-17,9	-24,5	-19,8	-23,9	-22,2	13,8	15,4

- La inversión sobre PBI tocó niveles mínimos como en otras mega crisis, no alcanzando siquiera para reponer la depreciación del equipamiento y la infraestructura.
- Para que el rebote se complete, hoy se necesitaría un boom de inversión como en la salida de otras crisis (2002 o 1989).
 - Luce complicado en todos sus determinantes: DÓLARES, FINANCIAMIENTO Y RENTABILIDAD

EL OTRO ESCOLLO: MEGA - DESTRUCCIÓN DE EMPLEO

Qué esconde el 13% de desempleo

Datos EPH (*)	IV 2016	IV 2017	IV 2018	II 2019	IV 2019	I 2020	II 2020
A) Población total	43.817	44.272	44.728	45.448	45.618	45.839	45.903
B) PEA	19.864	20.539	20.797	21.675	21.529	21.587	17.625
<i>Tasa de actividad (B/A)</i>	45,3	46,4	46,5	47,7	47,2	47,1	38,4
C) Ocupados	18.361	19.055	18.897	19.368	19.613	19.348	15.319
<i>Tasa de empleo (C/A)</i>	41,9	43,0	42,2	42,6	43,0	42,2	33,4
D) Desocupados	1.503	1.484	1.900	2.307	1.916	2.239	2.306
<i>Tasa de desempleo</i>	7,6	7,2	9,1	10,6	8,9	10,4	13,1
Empleo registrado (**)							
E) Ocupados formales	12.051	12.337	12.128	12.134	12.089	11.966	11.700
Asalariado privado	6.187	6.281	6.152	6.115	6.001	5.936	5.802
Monotributista	1.491	1.594	1.567	1.581	1.620	1.589	1.497
Empleadas domésticas	459	475	491	498	498	487	471
Autónomos	412	402	398	397	395	384	370
Sector público	3.121	3.165	3.159	3.186	3.210	3.215	3.202
Monotributistas sociales	382	419	361	357	366	355	358
Empleo negro por diferencia (C-E)	6.310	6.719	6.769	7.234	7.524	7.381	3.619

(*) Estadística que surge de expandir a la población total del país los datos de la EPH que releva muestras poblacionales en 31 aglomerados urbanos

(**) Total de trabajadores registrados y asalariados registrados inscriptos en el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA)

Fuente: Macroview en base a Indec y Secretaría de trabajo

**Se destruyeron cuatro veces más puestos que en las otras mega-crisis (1988-89, 2002).
Preanuncio de otro salto del desempleo y un problema estructural hacia delante**

3) LA CRISIS CAMBIARIA

A. Intervenciones del BCRA: EN EL AÑO YA VENDIÓ US\$ 4,2 B

INTERVENCIONES DEL BCRA EN EL MERCADO CAMBIARIO OFICIAL 2020 (U\$S M)

Acumulado primer		Abril		Mayo*	
I quincena II quincena					
659		188	-735	-958	
Sube la brecha					
Junio		Julio		Agosto	
I quincena II quincena					
953		-2	-568	-1.279	!!!
Pisan importaciones					
Septiembre			Octubre		Noviembre
I° quincena pre reforzamiento del cepo			II° quincena post cepo		(e) 2 días hábiles (e)
-1028			!!!	-590	-1.082
					58

*El positivo indica compras de dólares, el negativo indica venta de dólares en el mercado cambiario oficial

**Excluye el día 29/05, que se agrega a la primera quincena de junio

Fuente: MacroView en base a BCRA

Promedios de período

		TIPO DE CAMBIO NOMINAL (\$/US\$)		BRECHA (%)	
		Oficial	Paralelo	Paralelo vs Oficial	CCL vs Oficial
I trimestre		61,5	79,5	29,2	35,5
Abr	I° quincena	65,1	85,5	31,4	44,5
	II° quincena	66,3	111,4	68,1	66,1
May		67,7	125,8	85,8	72,9
Jun	I° quincena	69,1	124,6	80,5	64,6
	II° quincena	70,0	127,1	81,5	53,1
Julio		71,4	130,8	83,1	59,9
Ago	I° quincena	72,8	131,5	80,7	71,2
	II° quincena	73,7	135,3	83,7	75,5
Sep	I° quincena	74,6	131,9	76,8	67,6
	II° quincena	75,6	142,2	87,9	84,9
oct		77,7	170,5	119,6	105,0
Hoy		78,9	165,0	109,0	83,7

NIVEL Y COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS NETAS

US\$ M	1. RESERVAS BRUTAS	2. PASIVOS EN DIVISAS	2.1. EN DÓLARES				2.2. EN YUANES	3. RESERVAS NETAS (1-2)			
			TOTAL	Depósitos de entidades financieras ¹	Créditos y operaciones de pase ²	Depósitos del gobierno ³		TOTAL	de las cuales:		RESERVAS NETAS LÍQUIDAS
	1	2 = 3+4	3	3.i	3.ii	3.iii	4	5	5.i	5.ii	6 =5-5.i-5.ii
dic-02	10.476	1.304	1.304	302	700	302	0	9.172	96	3	9.073
dic-03	14.119	2.072	2.072	1.284	700	88	0	12.047	1.009	4	11.035
dic-04	19.646	3.507	3.507	2.760	700	47	0	16.139	874	769	14.496
dic-05	28.077	3.089	3.089	2.207	700	182	0	24.988	4.437	908	19.643
dic-06	32.037	4.312	4.312	2.404	1.535	373	0	27.725	485	1.114	26.126
dic-07	46.168	4.613	4.613	2.658	1.865	90	0	41.555	509	1.468	39.578
dic-08	46.386	11.026	11.026	4.979	5.912	135	0	35.360	495	1.524	33.341
dic-09	47.967	12.766	12.766	7.332	5.053	381	0	35.201	3.172	1.932	30.097
dic-10	52.190	11.396	11.396	9.849	1.188	359	0	40.794	3.116	2.496	35.182
dic-11	46.379	12.414	12.414	5.724	6.196	494	0	33.965	3.153	3.126	27.686
dic-12	43.290	12.797	12.797	8.467	4.048	282	0	30.493	3.156	3.326	24.011
dic-13	30.600	14.253	14.253	10.937	2.154	1.162	0	16.347	3.162	2.389	10.796
dic-14	31.408	16.935	13.980	9.142	2.462	2.376	2.955	14.473	2.975	2.355	9.143
dic-15	25.563	29.396	21.640	13.580	5.265	2.795	7.756	-3.833	2.845	2.107	-8.785
dic-16	39.308	28.243	18.163	15.699	1.295	1.169	10.080	11.065	2.401	2.106	6.558
dic-17	55.055	27.051	16.318	12.906	1.463	1.949	10.733	28.004	2.545	2.299	23.160
dic-18	65.786	51.043	32.143	14.212	4.140	13.791	18.900	14.743	4.360	2.256	8.127
dic-19	44.781	32.213	13.535	8.945	4.233	357	18.678	12.568	2.604	2.684	7.280
3-nov-20 (e)	39.883	35.763	16.336	11.503	4.833	0	19.427	4.120	450	3.775	-105

(1): Efectivos mínimos en dólares de las entidades financieras. En dic-14 y dic-15 incluye Lebac en dólares.

(2): A sep-20 Incluye Facilidad Crediticia del BIS (US\$ 3.000 M), obligaciones por operaciones de pase (con entidades financieras y SEDESA por US\$ 1.00 M) y otros pasivos en dólares

(3): Entre 2013 y 2015 incluye deuda paga trabada por el juez Griesa (US\$ 2.560 M en diciembre de 2015). Entre 2018 y 2019 incluye el desembolso del FMI.

EN ESTAS CRISIS, SIEMPRE METEN RUIDO LOS DEPÓSITOS Y LA LIQUIDEZ EN DÓLARES DE LOS BANCOS

US\$ M	Depósitos del sector privado	Préstamos al sector privado	Efectivos mínimos* (depósitos en el BCRA)	Efectivo en bancos	Efectivos mínimos/ Depósitos totales** (%)
dic-11	12.036	9.539	6.040	1.018	45,9
dic-12	7.755	5.547	8.081	847	86,0
dic-13	6.717	3.689	9.922	713	120,1
dic-14	7.217	3.323	8.218	962	93,5
dic-15	9.305	2.904	10.210	1.645	96,6
dic-16	21.492	9.139	10.321	3.449	42,2
dic-17	25.689	14.780	14.315	2.599	46,9
dic-18	28.508	15.505	14.029	3.105	42,9
agp-19 (PRE - PASO)	32.427	16.258	15.950	3.509	47,8
dic-19 (Asume A. Fernández)	17.900	10.646	8.414	3.375	40,5
Variación ago-dic	-14.527	-5.612	-7.536		
31-ene-20	18.719	9.877	9.959	3.849	46,8
28-feb-20	18.569	9.525	10.627	3.123	50,5
31-mar-20	18.135	8.938	10.315	3.509	50,1
30-abr-20	17.757	8.309	10.868	3.827	53,9
31-may-20	16.851	7.806	11.220	3.098	58,4
30-jun-20	16.782	7.255	10.516	2.907	55,0
31-jul-20	17.006	6.600	10.712	3.232	55,5
31-ago-20	17.159	6.235	11.404	3.405	58,7
15-sep-20	17.380	6.110	12.083	3.455	61,3
22-sep-20	17.086	6.051	12.179	2.751	62,9
30-sep-20	16.147	5.992	11.995	2.604	65,2
7-oct-20	15.698	5.874	12.134	2.169	67,4
14-oct-20	15.432	5.791	11.792	2.161	66,5
19-oct-20	15.229	5.743	11.868	1.913	67,6
20-oct-20	15.168	5.748	11.874	1.914	67,9
26-oct-20	14.853	5.672	11.680	1.975	68,0
30-oct-20 (último dato)	14.663	5.662	11.502	2.170	67,6
Variación del 15 de sep al 30 de oct	-2.717	-448	-581	-1.285	

(*): Incluye los encajes constituidos sobre los depósitos del sector público, que en la práctica encajan al 100%. Los depósitos en dólares del sector público ascienden a US\$ 2.300 M. (**) : Depósitos en dólares del sector público y del sector privado

Y EN EL DURANTE SE LES PAGA A LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES

Millones US\$	oct.-20	nov.-20	dic.-20	TOTAL	1T 2021
Capital	112	146	165	423	512
FMI	0	0	0	0	0
BID	45	96	43	184	240
Banco Mundial	52	18	34	104	106
Otros organismos	15	32	88	135	166
Interés	48	496	53	597	461
FMI	0	403 *	0	403 *	294
BID	24	70	8	102	98
Banco Mundial	19	17	28	65	32
Otros organismos	4	6	17	28	37
TOTAL	160	642	219	1.020	973
FMI	0	403 *	0	403 *	294
BID	69	166	51	286	338
Banco Mundial	72	35	62	168	138
Otros organismos	19	38	105	163	203

Fuente: Macroview S.A. en base a Ministerio de Economía

(*)Para los US\$ 403 M que vencen en noviembre con el Fondo, hay DEGS en las reservas por unos US\$ 450 M.

3.B. EL MERCADO CAMBIARIO

El superávit comercial (embarques) es enorme...

SUPERÁVIT COMERCIAL DE ADUANA (INDEC)

US\$ M	ene - sep			Año		
	2019	2020	var. %	2019	2020 (e)	var. %
EXPORTACIONES	47.959	41.940	-12,6	65.115	55.000	-15,5
Agro	21.489	21.366	-0,6	28.522	27.000	-5,3
Economías regionales	9.619	8.866	-7,8	13.312	12.000	-9,9
Industria	11.502	7.643	-33,6	15.968	10.500	-34,2
Combustibles y minerales	5.349	4.065	-24,0	7.313	5.500	-24,8
IMPORTACIONES	38.462	30.378	-21,0	49.215	41.000	-16,7
SALDO COMERCIAL INDEC	9.497	11.562		15.900	14.000	

Fuente: MacroView S.A. en base a INDEC

La crisis hará caer exportaciones e importaciones más o menos al mismo ritmo. **Se mantiene el superávit de cinco dígitos con paupérrimo nivel de comercio total. Y ahora también vienen meses de superávit comercial INDEC (embarques) no tan alto. Primer ejemplo: septiembre dio «apenas» US\$ 500 y pico M**

...PERO NO LLEGA AL MERCADO CAMBIARIO (EL SUPERÁVIT COMERCIAL) Y SE JUNTA CON LA DEMANDA DE PERSONAS Y EMPRESAS

U\$S M

Julio	Agosto	Septiembre	Octubre (e) MÁS CEPO
-------	--------	------------	-------------------------

AÚN CON MÁS CEPO A LA DEMANDA...

<u>TOTAL</u>	1.625	1.645	1.644	1.100
Personas	885	927	803	400
Empresas	740	718	841	700

...EL BCRA VENDE Y VENDE

568	1.279	1.637	1.100
-----	-------	-------	-------

PORQUE SE ACHICA LA OFERTA EN EL MERCADO CAMBIARIO OFICIAL

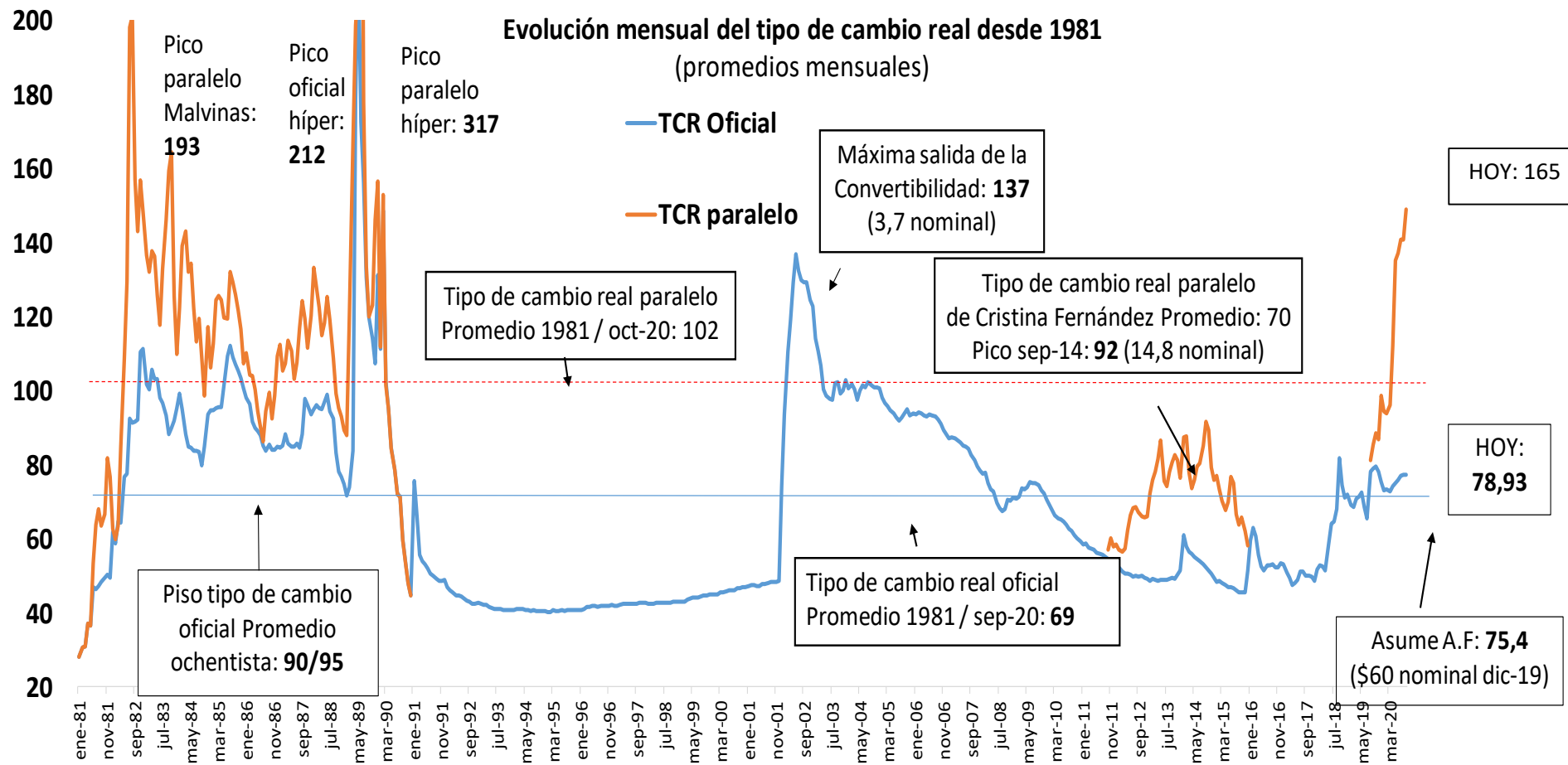
1.057	366	7	0
-------	-----	---	---

Una novedad peligrosa: se achica también el superávit comercial en la Aduana (embarques)

Julio	Agosto	Septiembre	Octubre (e)
1.603	1.590	584	700

3.C. EL TIPO DE CAMBIO:

ES LA BRECHA, EL PRECIO DEL DÓLAR OFICIAL NO ESTÁ TAN MAL Y EL PARALELO ESTA ALTO, PERO... MARCHE PRESO IGUAL



Fuente: Macroview S.A. en base a BCRA

Al dólar del agro también le molesta más la brecha que el nivel del oficial. Con el real de Brasil es otra historia.

Promedios de período	EL TIPO DE CAMBIO CON BRASIL	EL TIPO DE CAMBIO DE LA SOJA			
	Tipo de cambio real bilateral Argentina / Brasil Índice base promedio 2000 - sep20 = 100 E	Alicuota de retención al grano de soja (%) A	Tipo de cambio real de la soja a precios de hoy B	Precio de la soja FOB ptos arg US\$ / ton C	El ingreso del productor de soja Índice base promedio 2000 - sep20 = 100 D = B x C
2000	63,8	3,5	64,6	187,6	62
2001	53,4	3,5	65,3	177,8	60
2002	115,8	19,3	132,4	196,7	134
2003	101,5	23,5	104,8	238,4	128
2004	107,6	23,5	93,6	268,0	129
2005	124,4	23,5	83,8	231,0	99
2006	135,2	23,5	79,4	234,0	95
2007	139,5	27,5	70,0	318,0	114
2008	130,2	39,2	44,5	459,0	105
2009	127,5	35,0	53,5	414,0	114
2010	129,0	35,0	50,2	409,0	105
2011	123,2	35,0	42,8	509,0	112
2012	97,2	35,0	37,2	561,0	107
2013	88,5	35,0	36,0	536,0	99
2014	92,4	35,0	38,3	493,0	97
2015	63,3	35,0	37,2	377,0	72
2016	74,9	30,0	46,6	382,0	91
2017	74,8	30,0	45,0	372,0	86
2018	84,2	28,0	47,3	385,2	94
2019	92,0	26,7	54,3	343,3	96
2020 e	74,3	32,0	52,4	374,4	101
sep-20	70,6	33,0	52,8	390,0	106
oct-20	70,4	30,0	54,2	440,0	122
nov-20	71,2	31,5	53,5	440,0	121
dic-20	71,4	32,0	53,2	440,0	120

Supuestos IV trim. 20:

Inflación: 15,7%
Devaluación del peso: 14,8 % (TC nominal mayorista a dic: 87)
Real brasileño: estable

Precio FOB por entrega de grano de cosecha vieja: eto de retenciones en el mercado físico de Rosario es de US\$ 310, que al tipo de cambio actual equivale a \$ 24.000 la tonelada de soja.
El grano de cosecha nueva (campaña 2020 / 2021) se comercializa a US\$ 396 y el futuro de mayo está en US\$ 383.

(B): Tipo de cambio nominal neto de retenciones a la soja deflactado por el índice del costo de producción de la soja (campo con rinde de 30 quintales por ha.). Índice a precios de sep-20= 50 (tipo de cambio nominal mayorista menos renteción de 33%)

LA RESPUESTA DEL GOBIERNO A ESTE PROBLEMA:

i) LA VISIÓN OFICIAL DE LA CRISIS CAMBIARIA

Coyuntural y reversible

- **ASPIRACIÓN:** eludir una **devaluación** del dólar oficial para **amortiguar consecuencias mayores sobre la tasa de inflación**. Los saltos de los dólares no oficiales influyen en la formación de los precios pero el link más directo es el dólar oficial.
- **DIAGNÓSTICO:** El dólar oficial a **78 pesos “está bien”**: es equivalente (a pesos de hoy) al **dólar paralelo de Cristina Fernández** (promedio 2012 – 2015: **72** pesos, pico: **80** pesos en 2014). Y el crawling – peg lo va llevando. **El dólar no oficial a 150 / 160 pesos está en un “overshooting”: supera** (a pesos de hoy) al del peor momento de la crisis de 2002 (junio 2002: **133**).
- **PUENTE:** Considera la crisis como **transitoria**. Hay que «aguantar» hasta que lleguen los dólares de la cosecha en marzo / abril

La visión oficial relativiza el desaguizado fiscal y monetario que generó una explosión de pesos.

ii) MEDIDAS OFICIALES: TARDÍAS, TIBIAS E INEFICACES

1. POR EL LADO DE LA OFERTA: RETENCIONES Y REINTEGROS

- **Reducción transitoria de las retenciones a la soja:** grano, de 33% a 30% en octubre, sube a 31,5% en noviembre, 32% en dic. y vuelve a 33% en enero; para subproductos, baja de 30,5 a 27% en octubre y converge a 30/31% en enero.
- **Baja de las retenciones a la industria: para bienes finales industriales de 5% a 0% ; para insumos elaborados industriales de 4% a 3%; en el caso de automotriz, la baja al 0% de bienes finales es solo para las exportaciones automotrices incrementales extra Mercosur.**
- Suben reintegros a la exportación: bienes finales industriales a 7%; insumos elaborados industriales a 5%.

2. MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL

- **Más restricciones a la compra de los US\$ 200** mensuales por persona. Más **regulaciones para importaciones.**
- **Suba de tasa de pases pasivos de 19% a 31%. PERO** simultáneamente **baja de 38% a 36%** la tasa de Leliq y baja el stock de Leliq excedentes en 20 puntos porcentuales respecto al promedio de septiembre. El resultado es que la tasa conjunta (de Leliq más pases) sube de **32,7% a 34%**.
- **Se abandona el mecanismo (informal) de devaluación uniforme**, adecuando el nivel de depreciación diario a las necesidades de la coyuntura.
- Se podrá **compensar operaciones de comercio exterior** con yuanes del swap con China.

3. MERCADO DE CAPITALES

- **El Tesoro realizará los días 8 y 10 de noviembre una subasta de títulos por US\$ 750 mil el 2 de noviembre para darle salida a los inversores extranjeros.**
- **Nueva colocación de bono dólar – linked**, que tendrá éxito relativo respecto al resto de los bonos con bajos rendimientos por estar atado a la evolución del dólar: financia, gana tiempo al achicar la brecha cambiaria, pero...
- **Reducción a 3 días** en todos los **períodos de permanencia** vigentes de valores negociables.
- Se permite **nuevamente a no residentes** concertar en el país ventas de títulos valores con liquidación en moneda extranjera.

iii) EL HISOPADO DE LAS RESERVAS DESPUÉS DE LAS MEDIDAS POR AHORA DA MAL

US\$ M

	31 ago	7-sep	15-sep	22-sep	30-sep	8-oct	16-oct	23-oct	30-oct	2-nov	3-nov
Reservas brutas	42.842	42.643	42.495	42.226	41.381	41.092	40.786	40.499	39.857	39.876	39.883
Reservas netas	7.493	6.890	6.466	6.101	5.314	4.920	4.550	4.376	4.196	4.155	4.120

Factores de variación de las reservas

	Septiembre					Octubre					Noviembre	
	Post medidas											
	1° sem	2° sem	3° sem	4° sem	Acumulado septiembre	1° sem	2° sem	3° sem	4° sem e)	Acumulado octubre	2-nov (e)	3-nov (e)
Variación de reservas brutas	-199	-149	-268	-845	-1.461	-289	-306	-287	-642	-1.524	19	7
Por ventas de divisas ¹	-493	-585	-208	-382	-1.668	-408	-228	-167	-279	-1.082	88	-30
Por variación de encajes ²	404	275	96	-184	591	106	-202	-135	-251	-482	0	0
Por cotización oro	-85	50	-102	-22	-159	-12	29	4	0	21	5	0
Por pagos netos de deuda ¹	-31	-49	-23	-231	-334	-10	-132	-29	-30	-201	0	0
Otros ³	7	160	-32	-25	109	35	227	40	-82	220	-74	37

(1): Último dato oficial al 25 de octubre;(2); Último dato oficial al 29 de octubre; (3): Incluye pases pasivos.

3.D. EL FUTURO

LOS PERÍODOS DE BRECHA CAMBIARIA ALTA NO SON PROLONGADOS

	Duración	Brecha Paralelo vs. Oficial Promedio período	TCR oficial a pesos de hoy	Desenlace
- jul 1975 / mar 1976	9 meses	183%	\$ 80	Devaluación mar-76: 93%
- jul / oct 1982 (post Malvinas)	4 meses	90%	\$ 93	Inflación creciente
- feb - mar y jun 1989 (Híper)	3 meses	83%	\$ 145	Híper Devaluación acumulada de 4000%
- 2013		62%	\$ 48	Pérdida de reservas y devaluaciones
- 2015		57%	\$ 48	

**No hay antecedentes en la “Argentina moderna” (desde mediados de los 70 para acá) de períodos largos con brechas cambiarias del 100% o más.
“No se aguantan”.**

CRISIS CAMBIARIAS: LAS RESPUESTAS DE LOS GOBIERNOS KIRCHNERISTAS

Cifras en US\$ M	ago - oct 2011 VINO EL CEPO PREVIO A LA ELECCIÓN PRESIDENCIAL	sep-2013 / ene-2014 VINO LA DEVALUACIÓN FÁBREGA - CAPITANICH	ago - dic 2015 SE USARON LAS RESERVAS PREVIO A LA ELECCIÓN PRESIDENCIAL
Política cambiaria	NO HUBO DEVALUACIÓN VINO EL CEPO CAMBIARIO APARICIÓN DE BRECHA CAMBIARIA CRECIENTE	DEVALUACIÓN dic-13 / ene-14: 30% (de 6,1 a 8) CONTINÚA EL CEPO CAMBIARIO REDUCCIÓN TRANSITORIA DE LA BRECHA	USO DE RESERVAS dic-15: unificación cambiaria y devaluación de 60% (de 9,5 a 15)
Ventas de dólares del BCRA			
Cantidad de meses	3	5	5
Ventas totales	4.783	7.916	9.927
Venta promedio mensual	1.594	1.583	1.985
			Además ventas de futuros por US\$ 15.000 M
Mercado cambiario	Reducción del saldo comercial cambiario (de US\$ 1.500 a 400 M) Atesoramiento arriba de US\$ 2.000 M	Reversión del saldo comercial cambiario (de superavitario a deficitario)	Reversión del saldo comercial cambiario (de superavitario a deficitario) Atesoramiento + Turismo: US\$ 1.500 M
Tipo de cambio real a pesos de hoy	55	sep-13 = 49,5 ene-14 = 61	ago-15 = 46,2 ene-16: 62
Nivel de reservas líquidas*			
Al inicio del episodio:	ago-11: 30.600	ago-13: 17.000	jul-15: 7.500
Al final del episodio:	oct.11: 25.800	ene-14: 8.700	dic-15: -8.800
Variación:	-4.800	-8.300	-16.300

(*): Reservas netas excluyendo oro y Degs

CRISIS 2020: Argentina está ante los típicos desbarajustes donde primero **sube la brecha** (ya subió), después el BCRA **pierde reservas** (ya perdió) y al final es ineludible una **corrección nominal del dólar oficial** (en algún momento vendrá).

SI VINIERA UNA DEVALUACIÓN, ¿DESPUÉS QUÉ?: ¿»Solución», descompresión, complicación o catástrofe?

- Una **devaluación** puede:
 1. **SER PARTE DE LA «SOLUCIÓN»:** ejemplo, el mega - salto cambiario de **2002**. A costa de un altísimo costo social pero generó un enorme colchón de competitividad y una reactivación de varios años. Caso inédito, único, económica y políticamente hablando.
 2. **DESCOMPRIMIR TEMPORALMENTE:** dos ejemplos, el salto cambiario de enero **2014 (30%)** y la unificación con devaluación de diciembre **2015 (50%)**. Con impacto inflacionario pero «tranquilizadoras» por un tiempo del mercado cambiario. El de 2014 con un gobierno desgastado. El de 2015, uno flamante y creíble.
 3. **COMPLICAR MÁS:** ejemplos, las **devaluaciones escalonadas** durante **2018 y 2019 (200% acumulada)**. Las devaluaciones de **Sigaut** a la salida de la Tablita. No sirvieron e incluso alimentaron la crisis.
 4. **SER UNA CATÁSTROFE:** si se dispara una espiral cambiaria - inflacionaria imparable con implicancias sociales y políticas: ejemplos, el **rodrigazo** o la **hiperinflación**.

2020: una eventual devaluación no sería «solución a la 2002» ni la macro está para catástrofe. ¿Descompresión o complicación?.

«EL DÍA DESPUÉS» DEL SALTO CAMBIARIO DE ENERO 2014 (I)

Descompresión ganadora de tiempo

MERCADO CAMBIARIO

US\$ M - Promedios mensuales	ene - ago 2013	sep - dic 2013	ene-14	feb - jul 2014	ago - dic 2014
	Devaluación:	dic: 6%	24%		
Intervención del BCRA	100 COMPRAS	-1.541 VENTAS	-1.753 VENTAS	1.162 COMPRAS	81 COMPRAS
Saldo comercial	721	-975	-1.003	1.094	543
Exportaciones	6.649	5.514 ↓	4.948 ↓ ↓	6.385 ↑ ↑	5.262 ↓
Importaciones	-5.928	-6.490 ↑	-5.951	-5.291	-4.719
Turismo + Atesoramiento	-684	-748	-1.309	-460	-793
Turismo	-711	-752	-785	-368	-485
Atesoramiento	27	4	-524	-92	-308
Resto de ingresos netos*	63	182	559	528	331

(*): Ventas de provincias y de Entidades financieras + IED + Prestamos financieros del exterior + Saldo comercial de servicios (casi cero). La inversión de portafolio era CERO

Ítem de memorando: saldo comercial INDEC versus saldo comercial cambiario

Saldo comercial INDEC	409	-438	-1.373	414	311
Saldo comercial cambiario	721	-975	-1.003	1.094	543

Fuente: Macroview S.A. en base a BCRA

«EL DÍA DESPUÉS» DEL SALTO CAMBIARIO DE ENERO 2014 (II)

	Tipo de cambio nominal	Devaluación interanual	Tipo de cambio real	Brecha cambiaria	Tasa Lebac a 3 meses (%)	Inflación interanual (%)	Reservas brutas	Reservas netas totales
	\$/US\$	%	A 74 pesos de hoy	%	%	%	US\$ M	US\$ M
jul-13	5,5	20,9	46,2	53,0	15,4	25,4	37.048	27.482
nov-13	6,1	27,1	47,9	64,0	15,3	26,7	30.798	17.703
dic-13	6,5	33,1	49,2	48,0	15,5	28,8	30.600	16.340
ene-14	8,0	61,6	58,2	44,0	20,0	31,0	27.748	14.276
abr-14	8,0	55,3	53,4	31,0	27,8	37,6	28.220	17.337
jul-14	8,2	49,1	51,4	50,0	26,8	38,3	29.003	18.792
dic-14	8,6	31,5	47,2	53,0	26,8	38,00	31.407	14.492

Fuente: Macroview S.A. en base a BCRA

4. EL DESAGUISADO MACRO

A) FISCO, MONEDA, PRECIOS

i) La explosión fiscal de aquí a fin de año

Estimación del resultado fiscal - Sector Público Nacional

	Pre pandemia	Pandemia	¿Saliendo de la pandemia?		2020	
<i>En \$ MM</i>	I trim	II trim	III trim	IV trim	Año	
Ingresos	1.088	1.047	1.265	1.415	4.815	
<i>Var. % anual</i>	36,0	7,8	20,1	27,2	22,3	
Gasto primario	1.244	1.781	1.775	1.815	6.615	
<i>Var. % anual</i>	57,6	87,2	67,3	47,5	64,0	
Gasto "Pandemia"	13	339	290	200	843	Supuestos:
Ingreso Familiar IFE	0	137	130	90	357	* Cuarto pago de IFE en el IV trimestre
Sueldos sector privado (ATP)	0	88	86	54	229	* Programa ATP continúa en sectores más damnificados
Provincias	0	73	50	45	168	
Otros*	13	42	24	11	90	
Gasto "No pandemia"	1.230	1.442	1.485	1.615	5.772	* Aumento a jubilados del 7%/8% en septiembre/diciembre
<i>Var. % anual</i>	55,9	51,5	39,9	31,3	43,1	* Subsidios de energía suben 120% y transporte 60% - 70% anual
Resultado primario	-156	-734	-510	-400	-1.800	

(*) Bonos para jubilados y AUH, bonos personal de la salud, Tarjeta Alimentar y otros

Si da menos, mejor. Si da más, mal inicio para desandar 2021.
Segundo indicio (formal): el PRESUPUESTO 2021.

EL JEROGLÍFICO DEL FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO PARA CERRAR 2020

- El gobierno necesita en noviembre - diciembre 2020 **1 billón de pesos**. Unos \$ **550 mil M** para vencimientos brutos de deuda y unos \$ **450 mil M** para déficit primario.
- **Cuenta con un sobrante de unos \$250 mil M por emisión monetaria acumulada y colocaciones de bonos dólar - linked.** Además, el Ministerio de Economía anunció que irá por la renovación total de los \$ 550 mil M que restan vencer más una sobre - colocación del 10% del total (o sea, unos \$ 50 mil M). Así, entre la renovación total de los \$ 550 mil M más el sobrante de caja (\$ 250 mil M más los \$ 50 mil M más los \$ 550 mil M), **cubriría alrededor de \$ 850 mil M del billón total de necesidades brutas.**
- Respecto a este faltante, **Economía anunció que no pedirá más adelantos transitorios al BCRA.** ¿Será vía utilidades (queda un saldo de unos \$ 400 mil M)? ¿El Tesoro terminará colocando más deuda?. «No encaja» en todo esto el anuncio del Tesoro respecto a que le devolverá al BCRA \$ 100 mil M de adelantos.
- **La clave adicional de este jeroglífico es de dónde salen los pesos de esta seguidilla de colocaciones de deuda del Tesoro.** Si es excluyentemente por desarme de LELIQ y pases actualmente en el sistema bancario, macroeconómicamente es equivalente a emitir moneda.

LOS NÚMEROS FISCALES ESTRUCTURALES QUE DEJA LA PANDEMIA

	Récord Histórico 2015	Gradualismo 2017	Gasto licuado 2019	Pandemia 2020 (e)
%PBI Sector Público Nacional				
Gasto primario	24.0	22.5	18.8	¿23.5?
Jubilaciones	9.0	9.6	8.7	9.4
Subsidios	4.2	2.1	1.6	2.4
Programas Sociales	3.1	3.3	2.7	5.2
Salarios	3.3	3.1	2.5	2.4
Provincias	0.5	0.8	0.6	1.4
Obra Pública	2.7	2.0	1.1	1.0
Bienes y Servicios y otros	1.2	1.6	1.6	1.8
Ingresos	20.2	18.7	18.4	17.0
Resultado primario	-3.8	-3.8	-0.4	-6.5
Presupuesto 2021: 4,5 y 1,5				
Intereses	1.3	2.1	3.3	2.1
Con suspensión de pago / reperfilamiento de deuda en USD				
Emisión para el fisco	2.9	1.4	2.6	7.5
Utilidades + Adelantos transitorios / PBI				
Gasto primario Provincias + Municipios	19.0	19.4	18.5	¿19.0 - 19.5?

EL AGUJERO FISCAL A FINANCIAR EN 2021

En puntos del PBI

Escenario 2021

Resultado primario 2020 (e): -6,5 = 1.800 M

Resultado primario 2021 "objetivo": -4,5 1.800 M

Ajuste necesario

2,0

Estable en términos
nominales

Con inflación del 28% anual (Presupuesto): INALCANZABLE
Con inflación más alta: POSIBLE



INGRESOS
+ 70%

+ 1.0 pp PBI

Incremento endógeno en la recaudación por mejora en la actividad y suba de la inflación.
¿Nuevos impuestos?

2020: ingresos estables en % del PBI

* Cayó la recaudación ligada a actividad

* Se compensó por subas de impuestos (Bienes Personales) y

¿Queda recaudación potencial?

GASTO PANDÉMICO
- 50%

+ 2.5 pp PBI

Reducción del gasto relacionado con la pandemia: IFE, ATP (sueldos), transferencias a provincias, bonos especiales. Queda un residual para sectores más afectados.

2020: Gasto pandémico
3.7% PBI

Queda 1,2% del PBI como
gasto pandémico residual

GASTO "HABITUAL"
+ 70%

- 1.5 pp PBI

Jubilaciones -0,3 (+55%)
(la nueva fórmula cubre la inflación pero no la suba real del PBI)

Subsidios 0,5 (+95%)
(siguen subiendo por el rezago de congelamiento de tarifas)

Resto 1,3 (+70%)
Principalmente obra pública



2020: suba de 0,9% PBI



2020: suba de 0,9% PBI



2020: suba de 0,5% PBI

MÁS 1,7 BILLONES DE
BONOS Y LETRAS EN
PESOS

FINANCIAMIENTO DEL TESORO EN 2021

Un mix de emisión monetaria y deuda: ¿qué mix?

% PBI

La visión oficial del financiamiento 2021

Déficit primario 4,5

Intereses 1,5

Necesidad total 6,0

Emisión monetaria 60%.
O sea, 3,6 del PBI (80% del
déficit primario)



Alrededor de \$1,7 billones

Deuda en pesos 40%.
O sea, 2,4 del PBI (los
intereses más el 20%
restante del déficit primario)



Alrededor de \$1,1 billones

(De un PBI nominal 2021 de MacroView de alrededor de \$48 billones)

Lo más probable sea que el BCRA termine emitiendo los 4,5 puntos de déficit primario (unos \$2 billones) y se llegue como máximo a rolloverar los vencimiento de capitales e intereses de la deuda en pesos

DE NUEVO EL PROGRAMA MONETARIO 2021 LINKEADO A LAS NECESIDADES FISCALES

\$ MM	2020 (e)	Simulación 2021
Emisión neta (Var. De la Base Monetaria¹) (\$ MM)	1.100	1.800 / 2.000
Sector fiscal	1.800	1.800
Sector externo	-300	CERO ???
Sector financiero	-400	CERO
<i>Intereses de Leliq</i>	750	1.500
<i>Absorción con Leliq y pases²</i>	-1.150	-1.500
Variación % anual	dic-20	dic-21
Circulante en poder del Público	75	65
Base monetaria ¹	60	65
Depósitos	85	70
Préstamos	50	65

(1): Base monetaria amplia, incluyendo encajes remunerados (integrados con Leliq)

(2). Excluyendo aumento de Leliq computado como encajes

CÓMO CERRARÁ EL “AGUJERO MACRO” 2021

Con más inflación que en 2020 seguro

CÓMO SE CERRÓ EL AGUJERO 2020 (las necesidades en pesos del gobierno)

- **Mucha esterilización:** lo permitió el bajo nivel de LELIQ (en términos reales) que había quedado de 2019
- **Algo de remonetización:** la economía había quedado con «falta de pesos» tras un año y medio de emisión casi cero e inflación del 50%
- **Algo de deuda del Tesoro:** como mucho los intereses y el capital que vencían
- **Algo de venta de reservas** del BCRA: mecanismo «involuntario» de cerrar el agujero
- **CERRÓ con un «IMPUESTO INFLACIONARIO» del orden del 37%**

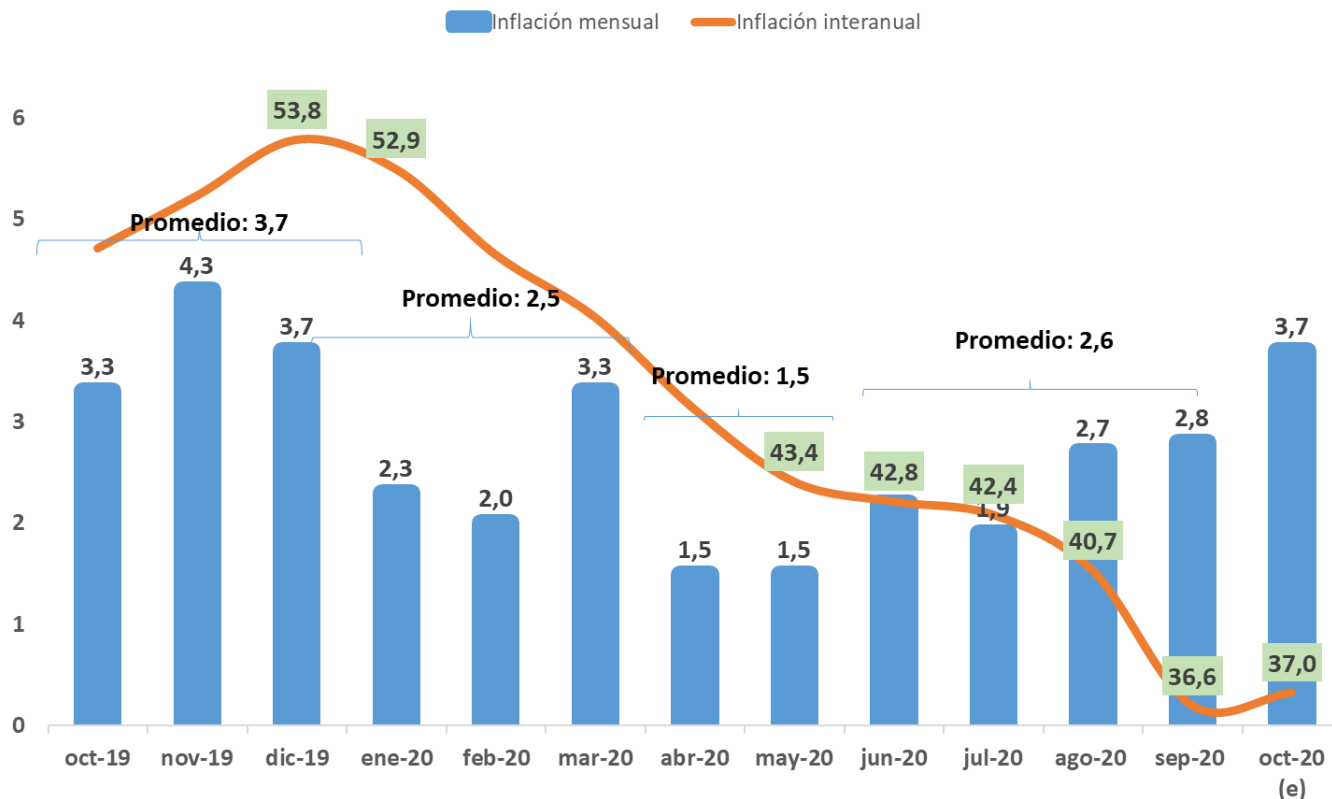
CÓMO SE CERRARÁ 2021 (con menos déficit primario como porcentaje del PBI)

- **Bastante esterilización:** sólo inercial al ritmo de la suba de los depósitos apenas para financiar los mayores intereses de un stock de LELIQ más alto
- **Poca y nada remonetización:** la emisión de 2020 se consumió el colchón que había dejado 2019
- **Algo de deuda del Tesoro:** como mucho los intereses y el capital que vence
- **Nada de venta de reservas:** se acabaron
- **CIERRA con un «IMPUESTO INFLACIONARIO» mucho más alto: ¿50 y pico?**

ii) PRECIOS: CUÁL ES LA TASA DE INFLACIÓN RELEVANTE

UNA VISIÓN DE LA INFLACIÓN

Eje izquierdo: var. % mensual ; Eje derecho: var. % interanual



Del índice general 100%:
-55% son precios libres
que están subiendo a un
ritmo de 4 / 5 % por mes
 (alimentos SIN precios
 máximos, indumentaria,
 electrodomésticos, autos,
 etc)

-45% son precios
controlados que
aumentan a un ritmo de
1 / 2 % por mes
 (alimentos CON precios
 máximos, tarifas públicas,
 alquileres, combustibles y
 servicios telefónicos)

PERO "INFLACIÓN MACRO" DE PRECIOS LIBRES AL 50 Y PICO % ANUAL

	2018	2019	2020 (septiembre)
IPC General % anual	47,7	53,80	36,6
Var. Promedio mensual	3,3	3,7	2,3
Precios libres* % anual	43,6	56,00	50,2
Var. Promedio mensual	3,1	3,8	3,1

La inflación
interanual podría
haber tocado su
piso en septiembre

*Incluye alimentos sin precios máximos, indumentaria, electrodomésticos, autos, medicamentos

QUÉ RESCATAMOS DE LA HISTORIA

	Previo al Plan Austral (1984)	Previo a la Convertibilidad (1989-90)	Hoy	
Déficit del Sector Público en % del PBI (Tesoro + BCRA)	21,0 puntos	8,5 puntos	11,5 puntos	Tan complicado hoy como antes
Fiscal total	7,0	7,5	8,5	
Cuasi Fiscal	14,0	1,0	3,0	
Grado de monetización en % del PBI				
Circulante	1,6 puntos	1,4 puntos	5,2 puntos	Mucha más monetización
M2	5,0	3,5	14,5	
Tipo de cambio real oficial (a pesos de hoy)	\$ 76	\$42 (dic- 90)	\$ 78,13	No atrasado
Tipo de cambio real libre (a pesos de hoy)	\$ 113	Sin paralelo	\$ 165	Una "ventaja" dado que ya está alto
Devaluación nominal (12 meses) - %	1100% (junio de 85)	300% (dic- 90)	70% (jul-20)	Menor inercia nominal
Emisión: aumento nominal del circulante en poder del público (12 meses) - %	705% (junio de 85)	1120% (dic- 90)	En torno a 80 %	
Inflación (12 meses) - %	1100% (junio de 85)	1300% (dic- 90)	40%	Todavía en dos dígitos anuales

QUÉ VIENE: ¿SALTO INFLACIONARIO O CAMBIO DE RÉGIMEN?

No la alta inflación ochentista (porque no se viene de una inercia previa monetaria, cambiaria e inflacionaria de 3 o 4 dígitos) pero puede venir un régimen de inflación más alta y permanente

Período	Régimen Inflacionario	Características	Observaciones
1960 - 1970 1971 - 1974	INFLACIÓN MEDIA	25% anual bastante estable y previsible. Se convive con la inflación	1968 - 1969: un dígito anual por Plan Krieger Vasena
		45% anual Más volátil, más impredecible	1972: 65% anual. Política económica "semi-populista" de gobiernos militares que "se estaban yendo" + crisis del petróleo + devaluaciones recurrentes
1975 - 1982 1983 - 1990	MUY ALTA INFLACIÓN	200% anual (sin contar el Rodrigazo) Tres dígitos	Puntapie inicial: Rodrigazo 1975, 335% anual. Otra macro 1980 (Martínez de Hoz): 87%, la más baja del período
		400% anual (sin contar la híper)	1986 (Plan Austral): 82%, la más baja 1989: Híper
1991 - 2001	ESTABILIDAD	Estabilidad	Desde 1997 / 1998, deflación
2002 2003 - 2006	INFLACIÓN BAJA (A PARTIR DEL SALTO DE 2002)	Quiebre de la estabilidad Salto a 42%	Fogonazo de 5 meses
		Un dígito anual 8% promedio	2003: 3% 2006: 12%
2007 - 2017	INFLACIÓN MEDIA	25% anual estable Al estilo de los años 60s	Con 38% en 2014 y 2016 por devaluación de 30% y 50% respectivamente. Pero con posterior vuelta al 25% anual
2018 - 2019 2020	ALTA INFLACIÓN	50% anual	Devaluaciones constantes
		Menos de 40%	Con precios congelados, recesión, cuarentena y crawling-peg del dólar oficial con la inflación Precios libres: 50% anual

5. EL PAPEL DEL FMI: CUÁNDO SE METE

- El Fondo está en contacto fluido con el gobierno. Pero no es una negociación que esté avanzando en las cuestiones relevantes. La misión vuelve en noviembre pero **un eventual acuerdo está verde**.
- Con la crisis agravada y sin política macro de bombero a la vista ni red de contención política, **disminuye el incentivo de que el FMI avale acelerar negociaciones con el gobierno para un acuerdo rápido y “se meta” en el lío argentino**.
- En las actuales condiciones (económicas y políticas), **es más probable que el Fondo esté dispuesto a esperar un desenlace** (y negociar un acuerdo después) más que a involucrarse de lleno en el desaguado (y cargar con los costos de un acuerdo fallido como en junio de 2018).
- Previo a que se profundizara la crisis, el FMI era propenso a enfocarse en cuestiones más estructurales y más laxo en los objetivos macro. Ahora, **pondrá el ojo más en la hoja de ruta macro de corto plazo**: fisco (evitar gastos tipo obras públicas), moneda (metas y tasas positivas) y mercado cambiario (emprolijamiento de los controles).
- Hay más **realismo** en las autoridades del Fondo a medida que se interactúa con el gobierno argentino. **La Directora está más cauta**. Hablará menos de Argentina hasta ver si se aclara algo el panorama (macro y político).
- **Hoy, la chance de que el FMI preste plata fresca es baja. ¿Salvo la línea por la pandemia fund facility (unos US\$ 3 mil M)? Dólares para “ventear” del FMI es “difícil”.**

6. REMATE: CUANDO MACRO, DÓLAR Y POLÍTICA SE ALINEAN (PARA MAL O PARA BIEN)

	PARA MAL		PARA BIEN		2020
	Rodrigazo 1975	Crisis Convertibilidad 2001 - 2002	1992 - 1998	2003 - 2006	
MACRO	Descalabro fiscal Déficit fiscal de 12 puntos del PBI	Descalabro bancario Redescuentos a los bancos por 6 puntos del PBI (unos 1 / 2 puntos al Tesoro)	Equilibrio fiscal primario con privatizaciones Regla monetaria endógena	Superávit fiscal y externo BCRA sólo emitió para acumular reservas	Descalabro fiscal Se emiten más de 8 puntos del PBI para financiar al Tesoro e intereses de LELIQ
DÓLAR (a pesos de hoy)	"Ridículo" Dólar oficial: 20	"Regalado" Dólar oficial: 40	Dólar oficial: 40 y pico Muy atrasado pero "compensado" por reformas estructurales	100 OK	Dólar oficial a 80 Ni ridículo ni regalado PERO: 190 el paralelo
POLÍTICA	Muere Perón. Descalabro del Peronismo en el Gobierno	Cinco Presidentes en un mes hasta el interinato de Duhalde	Carlos Menem con fuerte control del Gobierno, del Parlamento y los sindicatos	Néstor Kirchner recupera la gobernabilidad	Un Peronismo al que le "cuesta gobernar"
DESENLACE	Devaluación acumulada de 400% Dólar oficial: saltó a 80 pesos de hoy	Devaluación de 300% Dólar oficial: llegó a 130 pesos de hoy	Estabilidad monetaria con fuerte reactivación. Se supera rápido la crisis de 1995	Dólar alto, superávit gemelos, inflación "baja" y recuperación económica	No se necesita una devaluación del oficial de 300 / 400 %. "80 no está mal" PERO la realidad macro y la inestabilidad política lo pueden hacer subir. ¿Suba de 30% a la 2014? ¿O más?

Fuente: MacroView S.A. en base a BCRA

CONCLUSIÓN

- **TRIPLE IMPACTO:** la pandemia generó impactos sanitarios, económicos y políticos
- **LA PANDEMIA METIÓ AL MERCADO CAMBIARIO EN UN LABERINTO:** no será sencillo encontrar la salida.
- **LA DEUDA OK DESCOMPRIMIÓ LO FISCAL:** el gobierno limpió el horizonte de pagos hasta 2024. **PERO** no va a desplomar el riesgo - país ni reabrir financiamiento externo. Para colmo, abrió el conflicto con la deuda externa privada.
- **UN REBOTE ESTADÍSTICO DE LA ACTIVIDAD (DESDE EL -11%) AYUDA:** que la actividad crezca en 2021 ¿5 / 6%? en el flujo sirve. **PERO** no será un rebote solucionador de inconsistencias macro. NO será **sustituto** de un programa consistente.
- **TODO QUEDARÁ SUPEDITADO EN EL CORTO PLAZO (¿DÍAS, SEMANAS, MESES?) AL RESULTADO DE LAS NUEVAS MEDIDAS CAMBIARIAS POLICÍACAS:** si el BCRA vuelve o no a comprar dólares.
- **EL DESAGUISADO MACRO SIGUE SIENDO LO MÁS IMPORTANTE:** por el lado fiscal, empezar a desandar el desbalance. Por el lado monetario, los stocks (creció el monto de LELIQ) y los flujos (emisión monetaria futura).
- **EL GOBIERNO TIENE OTRO DIAGNÓSTICO:** el problema del mercado de cambios es “cambiario”, no subproducto del sobrante de pesos y en materia inflacionaria, “desmitifica” que la emisión de moneda genera inflación.
- **LA POLÍTICA ES OTRO DESAGUISADO:** sin luz al final del túnel con la pandemia, un rumbo borroso y una negociación en puerta con el FMI que siempre es desgastante.