

ieNEWS



NOV 2023
ED. #112

Freddie Mercury nació como *Farrokh Bulsara* en Tanzania. Fue una leyenda por su legado musical, sobre todo por mixturar la ópera y el canto lírico con el rock.



**INSTITUTO DE
ECONOMIA**
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICÉN

FCE UNICEN
ECONOMICAS

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

DIRECTORES

SEBASTIAN AUGUSTE
ROMÁN FOSSATI

STAFF

SERGIO GUTIÉRREZ
DANIEL HOYOS MALDONADO
PATRICIA LAURA RÁBAGO
MARÍA DEL CARMEN ROMERO
SEBASTIAN RAMÓN
SANDRO JOSÉ GUIDI
MARIO RAVIOLI
MARIO SEFFINO
VERÓNICA BAZTERRICA
AGUSTINA SBERGAMO

SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

Editorial

La definición del Ballotage dejó como presidente electo a Javier Milei.

Despejada esa incertidumbre en unos días habrá nuevo Gobierno, pero ya se van perfilando en estas semanas los nombres de las personas que formarán parte del equipo que juegue este importante partido de sacar adelante al país.

Las primeras reacciones del mercado fueron muy positivas, tanto desde bonos y acciones argentinas como desde el impacto sobre el dólar, que subió, pero no de una forma explosiva como fue post PASO. Si gran parte del mercado creía que los desequilibrios monetarios y la escasez de reservas (y de acceso al mercado internacional) implicaban un tipo de cambio de conversión demasiado alto, el proceso sería muy desordenado e inestable por lo que creemos que se esquivará de corto plazo. De ser así, el panorama debería ser constructivo para ayudar a calmar la evolución de los dólares financieros.

Asimismo, los nombres que se manejan para el equipo Milei apuntan a personas muy idóneas en la materia y con experiencia demostrable, lo cual sugiere un buen inicio de transición y el armado de un plan de mayor confianza.

Abordamos en esta entrega entonces los puntos más importantes que deberá resolver Javier Milei, tanto en mi nota como en la tercera, de Guillermina, tomando la herencia de los gobiernos previos. En la segunda nota Román nos presenta un análisis sobre el sistema tributario argentino, un eje donde el nuevo Gobierno propuso una reforma integral. Attendemos una consulta de un lector en cuanto a inversiones en CEDEARS de ETFs y cerramos la edición, como de costumbre, con una selección de cuadros y gráficos de variables relevantes.

Cordialmente,



DR. SEBASTIAN AUGUSTE
Director Instituto de Economía

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar.

Escriben en este número



Dr. Sebastián Auguste

Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires.

Es profesor en la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.



Dr. Roman Fossati

Doctor en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid, Magister y Licenciado en Economía por la Universidad Nacional de La Plata. Es Profesor en la Universidad Nacional del Centro (UNICEN) y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.



Lic. Guillermina Simonetta

Licenciada en Economía (UBA). Especialista en mercado de capitales (UBA-MERVAL-IAMC).

Es Asesora y analista de mercados. Investigadora Visitante del Instituto de Economía, UNICEN.

Sumario

P4 - Los Desafíos de Milei

Por Sebastián Auguste

P9- Sistema tributario Argentino: Algunos aspectos más preocupantes. ¿Logrará el nuevo gobierno introducir mejoras?

Por Román Fossati

P13- De herencias y otros demonios...

Por Guillermina Simonetta

P19- Usted pregunta, IECON responde

P21 La coyuntura en gráficos

P23- Cuadro de variables financieras al cierre del mes.

Los Desafíos de Milei

Por Sebastián Aguste

Finalmente el Ballotage se decantó por Javier Milei, con una diferencia significativa sobre Massa. Los mercados reaccionaron positivamente con fuerte suba de las acciones y bonos. El tipo de cambio también subió un poco, pero la verdad es que venía estando muy contenido para llegar a las elecciones, y naturalmente subió.



¿Que creo del plan del Milei? Como hemos dicho en notas anteriores, no todo lo que anunció alguna vez en sus presentaciones previas a ganar la presidencia son deseables o realizables. Por la elección de ministros que viene haciendo, parece que va a adoptar una versión más moderada y realista de lo que sí se puede hacer. Creo que tiene bien en claro lo urgente, que es un plan de estabilización.

En economía llamamos plan de estabilización a aquel que controla las variables nominales para que dejen de subir, léase principalmente inflación y tipo de cambio. Las dinámicas inflacionarias altas como la que vivimos ahora suelen retrasar mucho los salarios reales, la gente pierde poder adquisitivo, cae el consumo y aumenta la pobreza. Por otro lado, conlleva tasas de interés altas, y problemas para muchas empresas. En el contexto actual de frenar el tipo de cambio o retrasarlo, te genera un desbarajuste de las cuentas externas, deprimís las exportaciones y fomentas las importaciones, que para que no entren como aluvión, se le han puesto trabas por todos lados, muchas ilegales, y fomentando la discrecionalidad tan amiga de la corrupción.

¿Como frenar la inundación que genera esta piletta que se desborda por todos lados? Como punto de partida, hay que tener en claro dónde está el problema principal, y qué cosas se deben arreglar urgente para estabilizar. En primer lugar, la consolidación fiscal, no se puede gastar más de lo que se recauda. Esto nos lleva al segundo lugar, el Banco Central debe dejar de imprimir sin respaldo

para financiar ese déficit. Parar de imprimir no alcanza para arreglar el exceso monetario, tenés una gran cantidad de emisión ya realizada que está conteniendo en Central con una bola de nieve de Leliq que hay que desarmar urgente. En tercer lugar, el tipo de cambio oficial tiene que tener un precio de equilibrio, y desarmar el esquema de tipos de cambio múltiples. Esto le va a dar aire al sector exportador, va a frenar naturalmente las importaciones sin que se necesite toda esa burocracia. En cuarto lugar, un en línea con reducir el déficit fiscal, hay que eliminar o achicar las transferencias para sostener tarifas. Este combo de medidas estabilizan a la economía, y esto se puede hacer relativamente rápido. Esto se llama política de shock, y fue lo que hizo en su momento Menem, o si se quiere Duhalde. La alternativa es la estabilización con políticas graduales, como quiso hacer Macri. La evidencia muestra que son más efectivas las de shock, sobre todo para un país como la Argentina. Esto Milei lo tiene claro. La urgencia es mucho mayor hoy que cuando asumió Macri.

Las políticas de estabilización exitosas al frenar rápido la inflación (como pasó con Menem) generan un aumento de los salarios reales y una reducción fuerte de la pobreza. Argentina para el 1991 ya tenía la mitad de pobreza que en el 1989. El problema de una política de shock es que hay que aguantar la respiración un rato, porque implementar todas estas medidas en forma conjunta generan un fogonazo inflacionario, sobre todo cuando tenés tantos precios retrasados. Honestamente creo que liberar el tipo de cambio es de todo lo menos inflacionario, porque casi muchos los precios se han ajustado a los valores internacionales, es decir, ya están priceados a un blue. Las tarifas sí son un shock que va a impactar en el bolsillo. Aquí es donde tal vez se pueda elegir en no ser tan shock, y realizar un ajuste algo más gradual, pero eso lleva a que la inflación no se va a derrotar rápidamente. Lo que tiene a favor Milei esta vez, respecto a Macri, es que llegamos a fines del 2023 con salarios reales muy bajos, muchísimo más bajos que cuando asumió Macri. Cuando el salario real está tan bajo, las empresas pueden absorber aumentos sin afectar su funcionamiento. Dicho de otra forma, la teoría económica clásica dice que en equilibrio las empresas tienden a pagar salarios igual a la productividad de los trabajadores, hoy los números muestran que nuestros salarios están por debajo de la productividad. Arrancando de salarios reales tan bajos, con buenas perspectivas futuras y reglas claras, por lo menos para los próximos 4 años, hay lugar para un aumento del salario real que en parte no haga tan doloroso el sinceramiento de precios.

Sobre la impopularidad de las políticas de estabilización, no tiene porque serlo. El nuevo presidente debe comunicar muy bien la realidad, la pesada herencia que recibe, y lo que se hará y el tiempo que nos llevará. Cuanto más rápido opere en parar la sangría, más rápido se recuperará el enfermo.

Otra diferencia respecto a los años de Macri es que el contexto externo es favorable para nuestro país, con buenos precios de commodities. Además, hay un gran potencial para exportar petróleo, gas, litio, y otros minerales, que si le das el precio correcto, reaccionan rápido. Otra diferencia es que el gasto político en nuestro país está en las nubes. Este gobierno no paró de agrandarlo, y ese es un gasto que podría ajustarse rápido y que no es tan impopular. Aunque genera un montón de gente que debe encontrar un nuevo empleo, pero mucha de esta gente no es la más vulnerable del país, y dado el bajo desempleo actual, con un poco de reactivación de la economía se generarán nuevos puestos.

Si yo fuera Milei, haría una política bien de shock en los anuncios. Contar todo lo que voy a hacer para estabilizar la economía, el timing, y los efectos esperados. Shock en anuncios pero una combinación de shock y gradualismo en la implementación. Por ejemplo, no hay necesidad de reducir muy rápido las retenciones, para no tener que hacer un ajuste fiscal mayor. Con plantear un cronograma de reducciones alcanza. Algunos productos como la soja o algunos mineros podrían quedar con alguna retención en el largo plazo, se pueden justificar perfectamente desde la teoría económica como impuestos que corrigen externalidades. Nunca algo generalizado como lo hicimos nosotros.

Los planes sociales, en un contexto de estabilización, no pueden ser eliminados. Sí racionalizados, en el sentido de eliminar los que no lo necesitan o hayan abusado.

Hasta aquí, todo esto es la política del bombero, la de estabilización. El organismo internacional que siempre brega por esto es el FMI, el que presta en los incendios y te pide que le digas como lo vas a apagar. Tenemos esta historia de desencuentros con el FMI, que más que nada es un tango nuestro de achacarle a esta institución todos los males de las pésimas políticas que nosotros hemos implementado. El FMI no gobierna, solo te dice mostrame cómo vas a hacer para ser solvente y pagarme el crédito. Las ideas locas son todas nuestras. Pero bueno, ha sido un gran chivo expiatorio para no hacernos cargos de las políticas heterodoxas pésimas que hemos usado en el pasado.

Ahora, una vez terminada la política del bombero, la urgencia, viene lo importante, que son los fundamentos para que la economía vuelva a crecer en forma sostenida y sustentable. Estabilizar ayuda, y mucho. Hoy los empresarios están pensando todas las semanas en fijar precios, negociar salarios, arreglar con el burócrata de turno permisos, como por ejemplo para que te dejen importar, pagar impuestos innecesarios, etc. Esto en un país normal se hace, pero una vez por año, o cada 5 años. Acá es el día de la marmota, todas las semanas. Y eso les saca un tiempo precioso y una energía irremplazable a nuestras empresas para pensar en su negocio principal, para crecer, para

crear nuevas ideas, para buscar mercados externos, en fin, para ser productivas. Aquí está el principal problema de la Argentina para generar crecimiento de largo plazo, los muy pobres niveles de productividad. Y es aquí donde una estrategia de largo plazo debe trabajar. Es cierto también que la presión tributaria no ayuda, porque de esa poca productividad, encima la tenés que compartir con un Estado que es un socio bobo, no te da, pero te quita.

Aquí es donde yo veo a Milei más flojo. Por momentos me parece que cree que con no hacer nada y dejar la economía estable alcanza. Milei es un gran admirador de nuestra época de consolidación nacional, entre 1853 y 1930. Período dorado en el crecimiento de nuestro país. Pero es no ocurrió con libre mercado nada más. Hubo políticas de Estado que fomentaron la educación, con un sistema de escuelas públicas de alto nivel, que agresivamente buscaron incorporar a los jóvenes. Hubo política de Estado para proveer infraestructura, caminos, trenes, cloacas, agua potable, puertos. Hubo política de Estado en la organización nacional, nuevas ciudades, nuevas zonas productivas.

Soy de los que cree que el libre mercado no alcanza para un desarrollo sostenible y equitativo, porque hay muchas fallas en el libre mercado que hay que corregir. Esto no quiere decir ir en contra de las ideas de la libertad, sino en reconocer que el Estado tiene un rol fundamental y en que todos los países que fueron exitosos, como el mismo Irlanda que tanto menciona Milei, el Estado trabajó duro para acompañar al sector privado para ser más productivo.

Milei tendrá para entretenerse con las políticas de estabilización un buen rato. Desarmar la maraña de malas políticas económicas que ha implementado desde la crisis del 2002 es ya de por sí una tarea colosal. Pero el gobierno saliente, y los que lo precedieron, no deja sólo heridas superficiales que se pueden estabilizar, deja un enfermo con problemas crónicos. Uno que me preocupa muchísimo es el gran deterioro de la calidad educativa, hay mucho para corregir, para mejorar, y debería ser una política de Estado que no puede tomarse a la ligera. Mientras un grupo de bomberos apagan los incendios, el presidente debería ya designar un grupo de cirujanos que vayan pensando que operación se hará para corregir el funcionamiento de los órganos principales de esta nación. Hoy siento que se tiraron un montón de ideas sin un análisis profundo, como el voucher, que ya hemos discutido antes en otras notas. Por si o por no, no sirve. Estuvo bien que Massa nos haya mostrado lo burdo y mediocre que es pensar todo por si o por no. Aprovechemos mientras los bomberos apagan el incendio para ir pensando en estas reformas estructurales. Aquí los que ayudan desde afuera son organismos como el Banco Mundial, el BID y la CAF, yo los escucharía atentamente, y pondría a un grupo de personas que se abstraigan del día a día a pensar en estas cosas importantes, cómo mejoramos la educación, cómo hacemos para generar

más profesionales que se demandan hoy y en el futuro, cómo conectamos mejor a nuestra Argentina, cómo bajamos el costo de transporte para que se puedan exportar más productos desde los lugares más remotos del país, cómo mejoramos nuestros puertos, cómo hacemos para abrir los mercados externos, qué acuerdo necesitamos y con quienes, cómo hacemos para generar créditos de largo plazo, para que se motorice la inversión, para que acceder a un hogar no sea una misión imposible, cómo hacemos para que los que hoy están más excluidos logren una mejor inserción laboral, mejores salarios. En fin, un montón de cosas estructurales que no debemos descuidar y hay que empezar ya a pensar. Si Milei es un buen presidente, sabe que para que estas medidas estructurales sean realmente estructurales hay que buscar soluciones que no sean sectarias, que tengan una aprobación de una mayoría, para que luego las típicas reversiones que vemos en nuestro país con los cambios de gobierno no nos dejen peor que antes.

Soy optimista, pero no me crean del todo, porque siempre fui optimista, aún antes de la elección. Casi que es una patología. Si no lo fuera, no estaría viviendo aquí. Quiero una Argentina mejor. Tenía la certeza que con el camino que veníamos recorriendo íbamos derecho al barranco. Ahora tengo la esperanza que nos iluminemos y encontremos un camino mejor. También tengo las dudas que seguro mucho de ustedes tienen.

Finalmente, esperamos seguir colaborando desde el Newsletter con nuestras opiniones que, como tal, no son verdades absolutas sino ideas que los puede ayudar a ustedes a pensar más sobre los temas económicos. Desde que lanzamos esta publicación criticamos a todos los gobiernos sin excepción, y lo seguiremos haciendo. Es nuestro objetivo final, el de fomentar un pensamiento crítico.



Sistema tributario Argentino: Algunos aspectos más preocupantes. ¿Logrará el nuevo gobierno introducir mejoras?

Por Román Fossati

Argentina posee un sistema tributario complejo y cambiante, conformado por alrededor de 166 tributos. Tenemos 42 tributos nacionales, 41 provinciales, y 83 municipales. La eficiencia recaudatoria es baja, registrando un elevado grado de informalidad y evasión relativa al promedio del resto del mundo (empresarial y laboral). Hay una alta concentración en la



recaudación nacional: el 80% de la recaudación fiscal proviene de impuestos nacionales, muchos de los cuales son coparticipables con las provincias, mientras que el 16% y el 4% proviene de provincias y municipios, respectivamente. Esto contrasta con el uso de fondos: aproximadamente el 40% del gasto total del país se genera en las provincias y municipalidades, donde los déficits se financian con fondos coparticipados de impuestos nacionales o con adelantos del tesoro nacional.

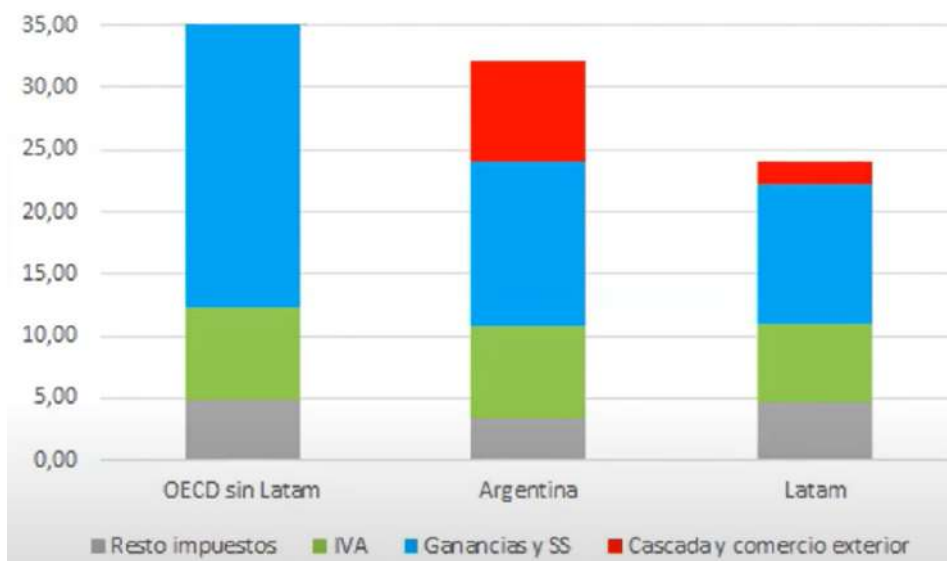
En términos de presión tributaria, medida como recaudación total sobre producto bruto interno (PBI), Argentina registra un nivel apenas inferior al evidenciado en países desarrollados (de mayor poder adquisitivo), y muy superior (alrededor de 8% mayor) al del resto de países de Latinoamérica. La presión tributaria de los países de la OCDE es en promedio del orden del 35%, la de Argentina el 32%, mientras que en promedio el resto de Latinoamérica es 24%. Sin embargo, estas cifras contienen cierta subestimación ya que, producto de un alto nivel de informalidad y evasión respecto de países de mayor desarrollo económico, la recaudación se concentra en un menor porcentaje de contribuyentes (solo las empresas y personas formales y de baja evasión soportan la recaudación total). No nos centraremos en esta nota en analizar la eficiencia y calidad del gasto público, pero el lector podría preguntarse si, como contrapartida de una elevada presión fiscal, la sociedad recibe

bienes y servicios del estado como los que reciben los contribuyentes en países más desarrollados (de similar o aún menor presión fiscal).

Centrándonos en la composición de la recaudación, expuesta en el gráfico 1, en términos internacionales nuestro país concentra fuertemente su recaudación en instrumentos distintos al resto del mundo. Se evidencia una predominancia inusual de impuestos que la literatura describe como de los más distorsivos o peores (representados por la barra roja en el gráfico). En primer lugar, observamos impuestos a los ingresos brutos, impuesto al cheque o transacciones financieras y tasas de seguridad e higiene, que conforman un primer grupo denominado impuestos de cascada, que son similares al impuesto a ingresos brutos que mayormente recaen sobre las empresas. Y un segundo grupo que son los impuestos al comercio exterior, que también recaen sobre empresas (excepto algunos ítems de importaciones que en menor medida recaen sobre consumidores).

RECAUDACIÓN TOTAL/PBI (EN PORCENTAJES).

Fuente: Daniel Artana (2022).



La participación del impuesto al valor agregado (IVA) es similar al resto del mundo, mientras que la participación del impuesto a las ganancias es inferior al de países desarrollados y similar al resto de Latinoamérica. Pero en términos de desaliento a la actividad económica, a estos tributos hay que sumarle otras distorsiones, como por ejemplo los múltiples tipos de cambio, impuesto inflacionario (emisión monetaria), entre otros.

A todo esto, vale la pena destacar un aspecto adicional del sistema tributario, que el mismo registra fuerte concentración de la presión tributaria en pocos sectores de la economía. Enfocándonos en los impuestos al comercio exterior, el grueso de estos recae sobre el sector agroindustrial. Unos de los sectores más eficientes de la economía, pero más castigados en términos de distorsiones. En otra nota previa resaltamos el desaliento relativo por parte del estado en términos comparativos con lo evidenciando en el resto del mundo.

Los impuestos a la exportación tienen poca capacidad de influir o controlar los precios domésticos (por varios motivos, pero la evidencia en Argentina es más que clara). Estos impuestos desalientan la producción, la inversión (y adopción de tecnología) y la exportación por diversos canales ya expuestos en otra nota: son impuestos a los ingresos y no a las ganancias, distorsionan los precios relativos (insumo-producto), e imprimen volatilidad a los márgenes de rentabilidad exacerbando la incertidumbre en los negocios. Adicionalmente, poseen efectos multiplicador en las cadenas de valor, que amplifican estos efectos directos.

A esto hay que sumarle el efecto de la brecha entre tipo de cambio oficial y no oficial. El productor que exporta tiene un doble castigo, ya que recibe por sus exportaciones pesos argentinos al tipo de cambio oficial (aproximadamente la mitad del dólar financiero) y frecuentemente debe comprar insumos a un tipo de cambio mayor (cercano al tipo de cambio financiero) ya que los proveedores de productos importados usualmente enfrentan dificultades de acceso al mercado único y libre de cambios u oficial.

Las ventajas de uso de este impuesto para el estado son claras: es un instrumento rápido y de simple recaudación tributaria, y no es coparticipable (el gobierno nacional puede imponer más disciplina sobre provincias y discrecionalidad para gasto). Con todo esto la presión tributaria sobre el sector agroindustrial es aproximadamente del 35%, superior al resto de la economía.

Es muy preocupante que a nivel inferior al nacional aparecen algunas iniciativas atípicas, como en caso del municipio de Azul, que agravan la situación del sector. Recientemente ha sido aprobada en el consejo deliberante una tasa (llamada “esencial”) que, entre otros, grava a los inmuebles rurales indexados por el precio del gasoil, sin una contraprestación clara (que hace lucir la tasa en cuestión como un impuesto, de dudosa legalidad), incrementando aún más la presión tributaria sobre el sector.

Parece que el estado, en distintos niveles de gobierno, no se ha encargado de efficientizar la gestión (reducir la presión tributaria y reducir o mejorar la calidad del gasto, reduciendo los déficits fiscales), sino que agregan mayor presión fiscal con mayor utilización de tributos altamente

distorsivos que pocos países utilizan (tanto los desarrollados como los no desarrollados). Es necesario reformular el sistema tributario, con impuestos menos onerosos, más estables y menos complejos. ¿Logrará la nueva administración direccionar esfuerzos en esta dirección?



Bibliografía

Artana Daniel (2022). Que hacer con el sistema tributario Argentino. Maestría en Derecho Tributario, Escuela de Derecho, Universidad Torcuato Di Tella.

Volman Mario (2023). Sistema Tributario Argentino, Propuesta de Reforma. Centro de Estudios de Administración Tributaria (CEAT), Facultad de Ciencias Economicas, Universidad de Buenos Aires.

Documento de Trabajo N° 123 El sistema tributario argentino. Análisis y evaluación de propuestas para reformarlo D. Artana, I. Guardarucci, P. Lavigne, J. Puig, N. Susmel

De herencias y otros demonios...

Por Guillermina Simonetta

Comienzo esta nota parafraseando el título de una obra de Gabriel García Márquez (“Del amor y otros demonios”), y tomo también una de sus frases para esta introducción: “La incredulidad resiste más que la fe, porque se sustenta de los sentidos.”



Este fin de año, con proceso electoral de por medio, nos deja a muchos argentinos con una sensación de vacío, porque creo que más allá del resultado de las elecciones (que será ya un hecho al momento de leer esta nota), lo que ha ganado en estos meses entre nosotros es la incredulidad, y básicamente, porque, concuerdo, se sustenta en los sentidos. Se sustenta en los actos delictivos y de inseguridad que se ven y se escuchan cada vez en mayor cantidad en los medios día a día; en el bolsillo que aprieta de los consumidores por el peso de la inflación; en el hambre creciente de miles de niños y en sus pies descalzos; en las caras de preocupación de todos aquellos que se levantan a la mañana para ir a trabajar y en la falta de credibilidad de que una vez por todas empiecen a cambiar las cosas que tienen que cambiar para que el país se encauce, para que se pueda moderar la presión impositiva y los empresarios que quieren invertir y generar puestos de trabajo puedan hacerlo, para que dejemos de ver actos de corrupción y de despilfarro en el sector público y para que de una vez por todas los gobernantes reconozcan errores y empiecen a trabajar para remediar la herencia endemoniada que gobierno a gobierno sigue incrementándose, esta herencia de casi la mitad de la población empobrecida, de generaciones de familias que no trabajan, de mafias sindicales y de narcotráfico creciente, del karma de haber vuelto a una inflación de 3 dígitos que no para de crecer... esta herencia de ir perdiendo esperanzas de crecimiento y de cambio que genera un éxodo de jóvenes y de familias a otros países en busca de un vivir más estable.

La incredulidad no es por sensación. No es porque nos laven el cerebro. Está basada en hechos y en datos.

Me voy a detener hoy en algunos datos económicos para poner sobre la mesa la difícil situación desde la macro que le tocará resolver al nuevo gobierno electo, como los frentes son muy extensos, algunos ya los venimos mencionando (lamentablemente a lo largo de estos años...) y otros los seguiremos tratando en las próximas ediciones.

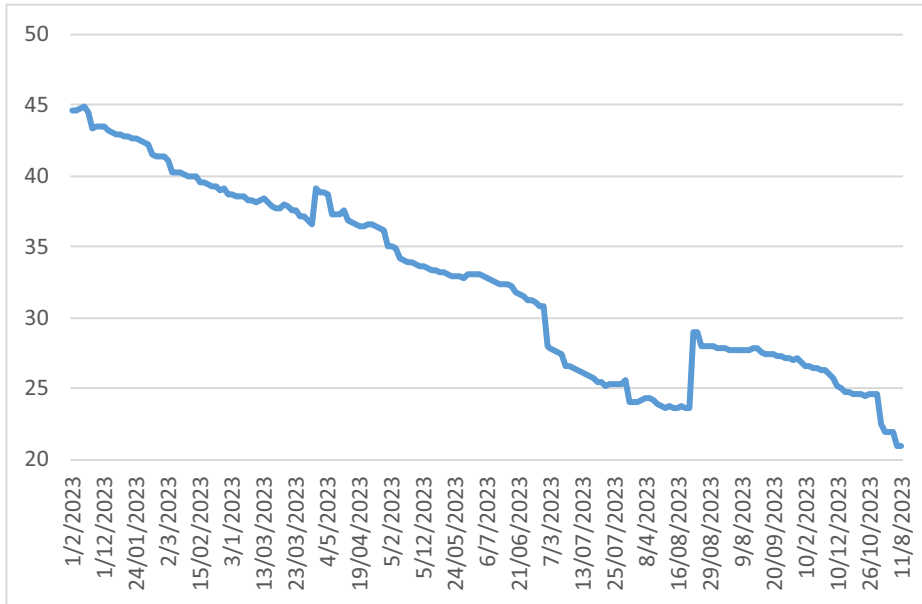
El frente monetario/cambiario es quizás el primero en que nuestros lectores pondrán foco. Al momento de escribir esta nota (13 de noviembre) el Banco Central acumula US\$764 millones desde las elecciones generales del 22/10 de compras netas de divisas, convirtiéndose en la racha positiva más cuantiosa desde el 04/09, durante la implementación del último dólar “soja”. Con las sucesivas ediciones del Programa de Incremento Exportador queda en evidencia que el BCRA pudo tener fases de **compras de divisas** con devaluaciones sectoriales “sui generis” que dejan más que claro que un ajuste del tipo de cambio oficial es inevitable en el siguiente Gobierno. Precisamente, el dólar exportador de alrededor de \$500 estimuló al sector a liquidar, ya que resulta en un tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos muy alto para la administración Fernández, ubicándose cerca de sus máximos de los últimos seis años. Sin embargo, la autoridad monetaria pudo realizar estas compras de divisas a costa de **reprimir importaciones**. En relación con este punto, el volumen operado en Mercado Abierto Electrónico (MAE) en el spot del dólar, el cual puede ser visto como variable proxy de la demanda de dólares importadores, se desplomó de US\$492 millones diarios el 14/08 en la antesala a las PASO (media 13 días) a US\$289 millones al 07/11. El otro lado de la estrategia del Central es que ello derivó en un **fuerte aumento de la deuda comercial**, lo que representa un gran desafío para salir del Cepo cambiario rápidamente en la próxima gestión. Se estima que la **deuda importadora** creció US\$25.500 millones desde diciembre 2021 al tercer trimestre de 2023, de los cuales US\$22.300 millones corresponderían a compras en el exterior de bienes y los restantes US\$3.200 millones a importaciones de servicios, incluida la deuda intercompany de empresas internacionales. Excluyendo la deuda intercompany, US\$11.200 millones es el monto que se estima de deuda comercial del resto de compañías, valor que habría continuado escalando en octubre y noviembre dado la tendencia decreciente del volumen operado en MAE.

Con las reservas del BCRA cayendo en picada se hace imperioso recomponer la liquidez externa. Los dólares escasean incluso para gestionar el día a día, como se hizo evidente con la falta de combustibles. La falta de reservas impide una salida del cepo que no sea administrada. Atacar esa variable y reducir la inercia inflacionaria, corrigiendo precios relativos serán condiciones previas a cualquier plan para quitar el cepo y establecer un nuevo régimen cambiario.

RESERVAS DEL BCRA EN PICADA EN LO QUE VA DEL AÑO (AL 8/11/23)

Fuente: BCRA

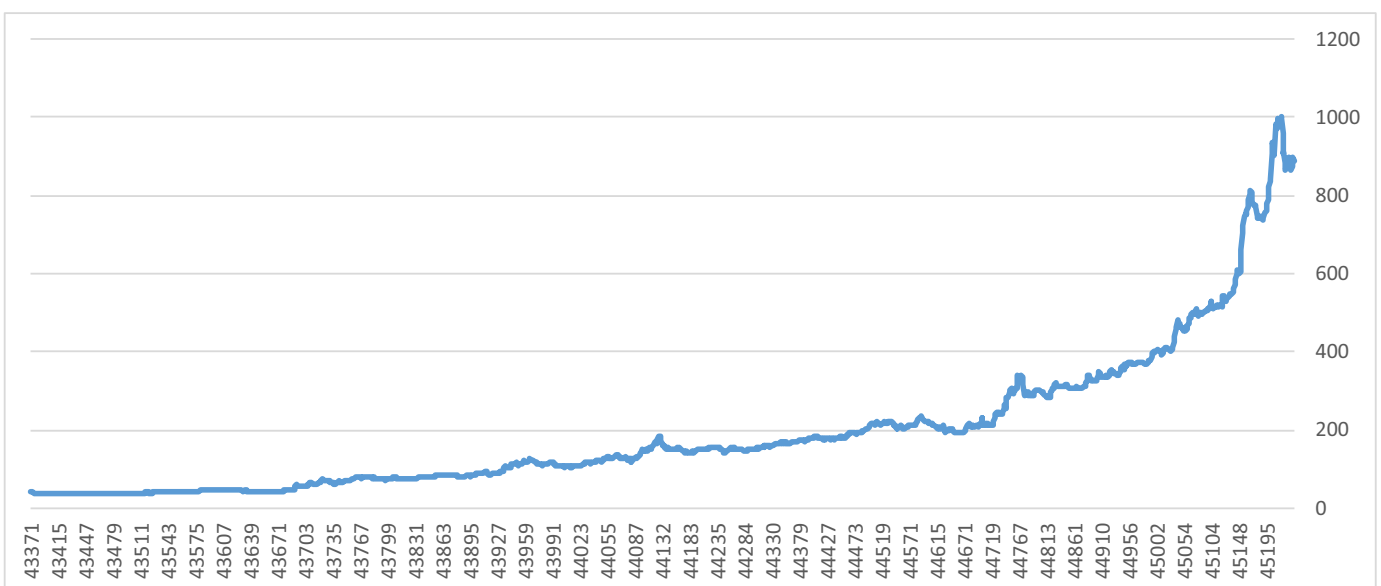
En millones de dólares



La brecha cambiaria entre dólar oficial y dólar financiero permanece oscilando entre 145%-150%, por debajo del pico de 200% alcanzado en la víspera de la elección general, pero configurando un claro reflejo que la problemática cambiaria tendrá que resolverse en la próxima gestión.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR CCL DESDE SEPT DE 2018 AL 13 DE NOVIEMBRE

Fuente: BCRA

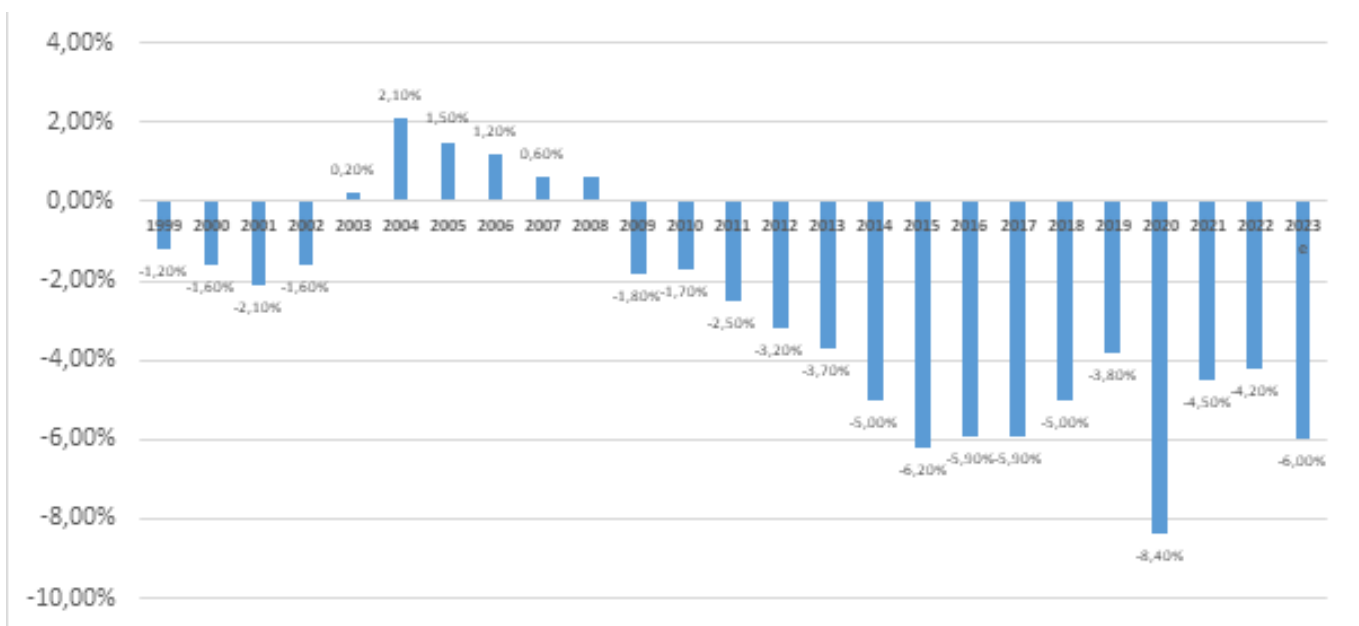


Para ilustrar sobre la fragilidad macro del 2023 en relación a 2019, una comparación relevante es la vinculada con la magnitud de la **emisión monetaria** directa e indirecta destinada a financiar al Tesoro. En este sentido, se estiman 6 puntos del PIB de expansión monetaria de origen fiscal estimados para 2023 en comparación con 2,4 puntos del PIB correspondientes a 2019. La emisión para financiar el déficit y los intereses de las Leliqs e intervenir en los mercados de bonos alimenta la oferta de dinero. Pero la demanda de dinero cae por la incertidumbre cambiaria y la mayor inflación.

Cabe subrayar también que el 2023 está signado por **déficits gemelos**, del orden de los 3,0 puntos del PIB, tanto para el resultado primario del sector público nacional como para el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos, mientras que en 2019 ambos indicadores se encontraban cerca del equilibrio. (El déficit exigido por el FMI era de 1,9% del PBI).

RESULTADO FISCAL COMO PORCENTAJE DEL PBI

Fuente: Ministerio de Economía



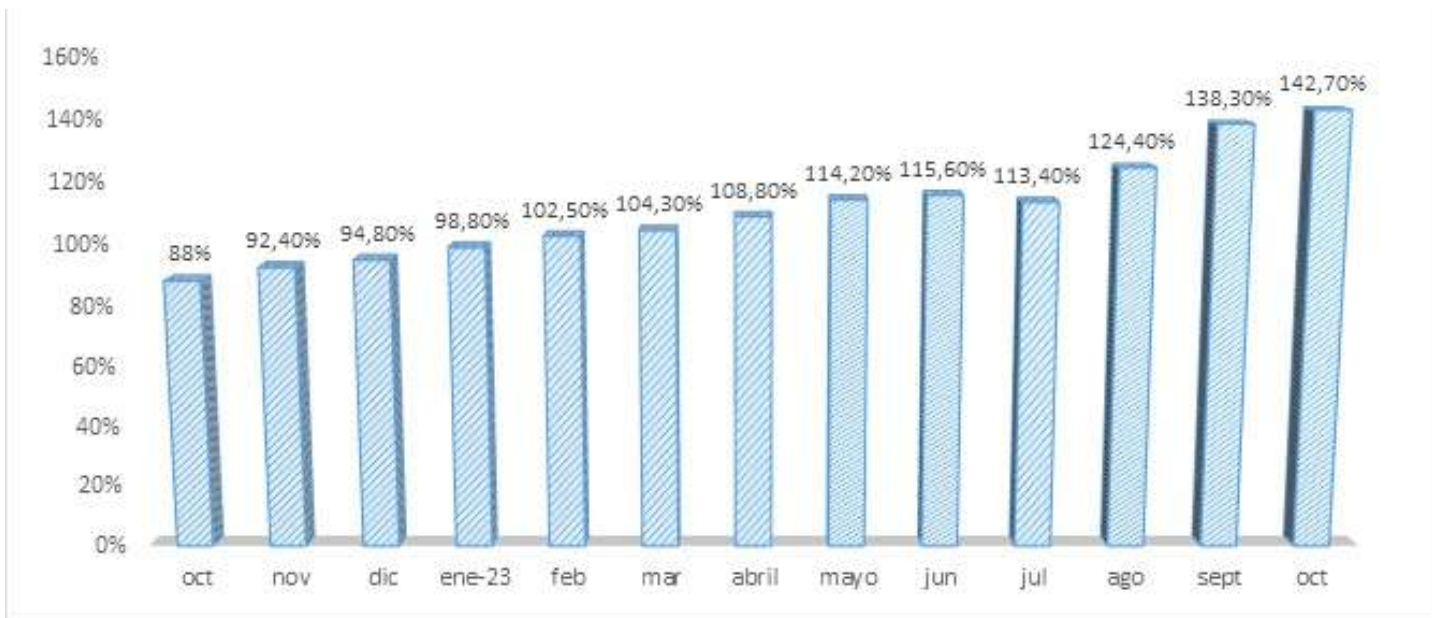
La inflación argentina ha roto todos los límites de velocidad y no da señales de detenerse. Los precios aumentaron un 12,7% mensual en septiembre y 8,3% en octubre, siendo el síntoma más claro de la problemática macro, arrojando hasta octubre un valor interanual de 142,7%, registrando

así su mayor inflación mensual en 32 años. La heterogeneidad del fenómeno, los efectos de las medidas que tiran el problema para adelante y la inercia causada por las expectativas son factores insoslayables en el plan que termine tomando el próximo gobierno para atacarla. En este newsletter hemos abordado en muchas oportunidades esta problemática y lamentablemente será un tópico que seguiremos tratando ya que difícilmente se encuentre una receta mágica que permita revertir las expectativas drásticamente. Dos consecuencias claras del fenómeno son que los precios relativos se distorsionan más rápido en los rubros controlados y que se refuerza la inercia inflacionaria.

Para anclar expectativas de inflación es fundamental retomar el control de la emisión monetaria. Para ello hay que reducir fuertemente el déficit fiscal primario, si se logra una reducción sostenible y empieza a aumentar paulatinamente la demanda de dinero, podría pensarse en un plan de empezar a desarmar la terrible bomba de Leliqs.

VARIACIONES INTERANUALES DEL NIVEL GENERAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR IPC

Total Nacional



Fuente: INDEC

El grado de incertidumbre que hoy existe con respecto al curso que podría tomar la economía con el nuevo gobierno es astronómico. Mientras los interrogantes se multiplican al ritmo de la ampliación de los desequilibrios, las líneas de acción para la macroeconomía que viene no fueron claras durante la campaña. Los argentinos saben que implementar un **programa de estabilización** es una condición necesaria para el 2024, aunque como nos gusta decir a los economistas, no es una condición suficiente. Pero no se podrá estabilizar sin acordar con el FMI. Hay obligaciones por US\$ 12.000 millones previas a que empiecen a llegar los dólares de la cosecha gruesa (sin contar los crecientes atrasos en deuda comercial por importaciones y fletes mencionados anteriormente). Asimismo, la estabilización no será de un día para otro, es un proceso y requerirá un fuerte manejo de las presiones sociales y de sectores y de intereses... el camino no será fácil. Como punto a favor, los pronósticos de ingresos de divisas por cosecha y vaca muerta pueden ayudar a combatir los demonios de nuestra macro dando un poco de aire... el resto dependerá del Plan que presente el presidente electo y su capacidad de implementarlo.

Usted pregunta, IECON responde

Lo invitamos a enviarnos su consulta antes del 10 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas.

instituto_economia@econ.unicen.edu.ar



Tobías: ¿Qué son los Cedears de ETFs?

IECON: Son CEDEARs que replican el comportamiento de los ETFs (Exchange Trade Funds) más importantes del mundo.

Los **CEDEARs** -Certificados de Depósito Argentino- son activos que cotizan en el mercado local, y representan acciones o ETFs (o su fracción correspondiente según sea el ratio de conversión) con cotización en el exterior.

No siempre un CEDEARs es equivalente a exactamente una acción o un ETFs que, por ejemplo, cotiza en el NYSE. Existen ratios de equivalencia a la hora de comparar los precios locales con su cotización en el mercado de origen. Pongamos algunos ejemplos: una acción de Apple (AAPL) en el Nasdaq es equivalente a 10 CEDEARs en la Bolsa porteña, mientras que para el caso del SPY este ratio es 20 -en otras palabras, 20 CEDEARs equivalen a 1 SPY en USA-. Desde cotizaciones, CEDEARs puedes ver cada ratio de equivalencia de una acción o de los ETFs posibles de negociarse.

La cotización del CEDEARs dependerá no solo de la evolución del activo subyacente (la acción o ETF del exterior), sino también del movimiento del tipo de cambio libre (CCL). En consecuencia, la evolución de la brecha entre el CCL y el oficial es captado por el precio en pesos del certificado. Por lo tanto, son activos útiles para dolarizar carteras. En consecuencia, los riesgos de la inversión en CEDEARs son lógicamente los mismos que en las acciones o el subyacente que compone el ETFs, según sea el caso. Se identifican así riesgos derivados de la misma compañía, o del mercado en general, y la coyuntura económica. Mientras que, en cuanto a riesgos inherentes estrictamente al mercado local, debemos mencionar sin dudas la liquidez. El volumen de negocios concentrado en estos instrumentos es inferior al de las acciones locales, y aunque hay varios CEDEARs listados

son pocos los que gozan de una liquidez recomendable. En este sentido, es importante a la hora de tomar una decisión de compra, tener en cuenta cuándo fue la última vez que operó y el promedio de operaciones diarias.

Mientras que los CEDEARs son activos extranjeros que cotizan en el mercado de Buenos Aires, los ADRs (American Depositary Receipts) son su contracara en el exterior. Es decir, acciones argentinas que cotizan en mercados externos.

Por otra parte, un **Exchange Trade Fund** (ETF) es un fondo de inversión manejado por un portfolio manager que cotiza como si fuera una acción en el exterior, y cuyo objetivo es replicar el rendimiento de otro activo como pueden ser índices, sectores, subsectores, commodities o cualquier otro instrumento. Su gestión suele ser pasiva, ya que el portfolio manager de un ETF generalmente busca replicar el comportamiento del activo subyacente. De hecho, la principal diferencia entre un ETF y un Fondo Común de Inversión es la operatoria. A diferencia de los FCI, los ETFs tienen cotización intradiaria y operan como una acción en los mercados. Además, a diferencia de estos, en los Fondos Comunes de Inversión la gestión de la cartera suele ser activa.

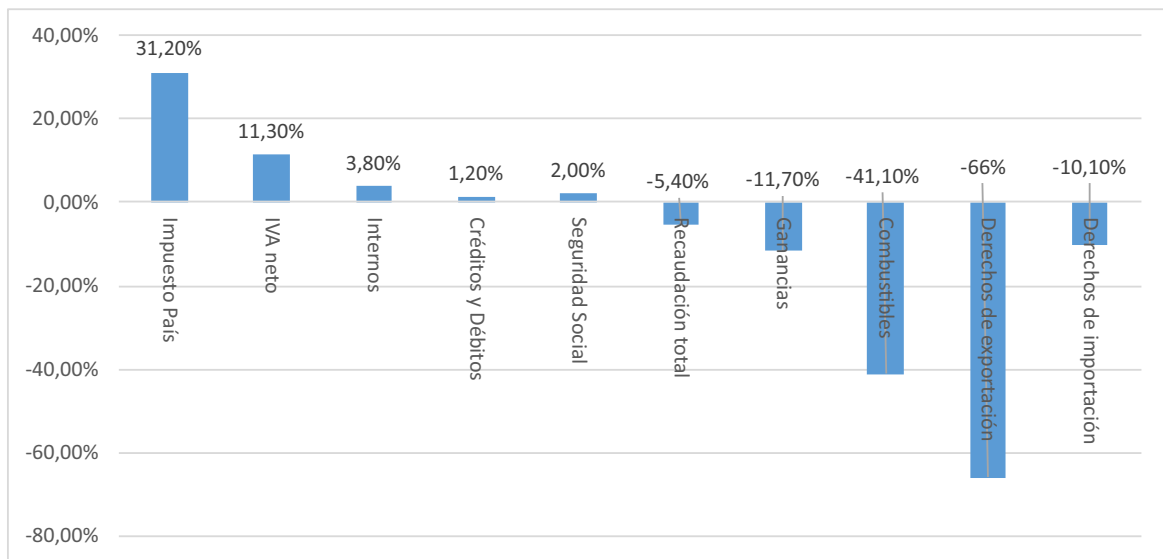
Algunos de los CEDEARS de ETFs más operados son

- **SPY**: Replica el índice S&P 500 -compuesto por las 500 empresas de mayor capitalización de EE.UU.
- **QQQ**: Replica el Nasdaq 100 (índice compuesto por las 100 empresas tecnológicas de mayor capitalización)
- **ARKK**: Es un ETFs de gestión activa e invierte en empresas (americanas o extranjeras) que se consideran disruptivas en innovación.
- **IWM**: Replica el índice Russell 2000 Index Fund (compuesto por acciones de capitalización pequeña de EE.UU.
- **EEM**: Replica el desempeño del MSCI TR Emerging Markets Index conformado por diferentes empresas de mercados emergentes.
- **EWZ**: Sigue el índice MSCI Brazil, que considera las empresas de capitalización mediana y grande en Brasil que representan el 85% del mercado bursátil brasileño.
- **XLE**: Representa el desempeño de Energy Select Sector Index que se compone de empresas energéticas de gran capitalización
- **XLF**: Sigue el Financial Select Sector Index que incluye empresas de servicios financieros.

La Coyuntura en gráficos

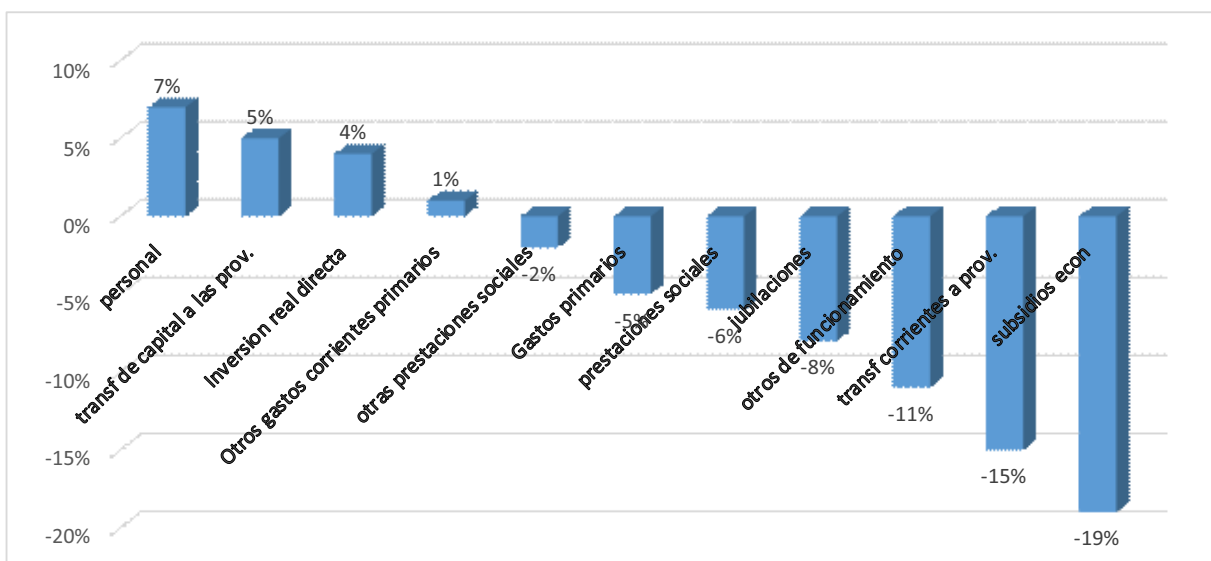
RECAUDACIÓN ACUMULADA A SEPTIEMBRE DE 2023 VERSUS ÍDEM 2022 POR RUBROS

Fuente: Ministerio de Economía



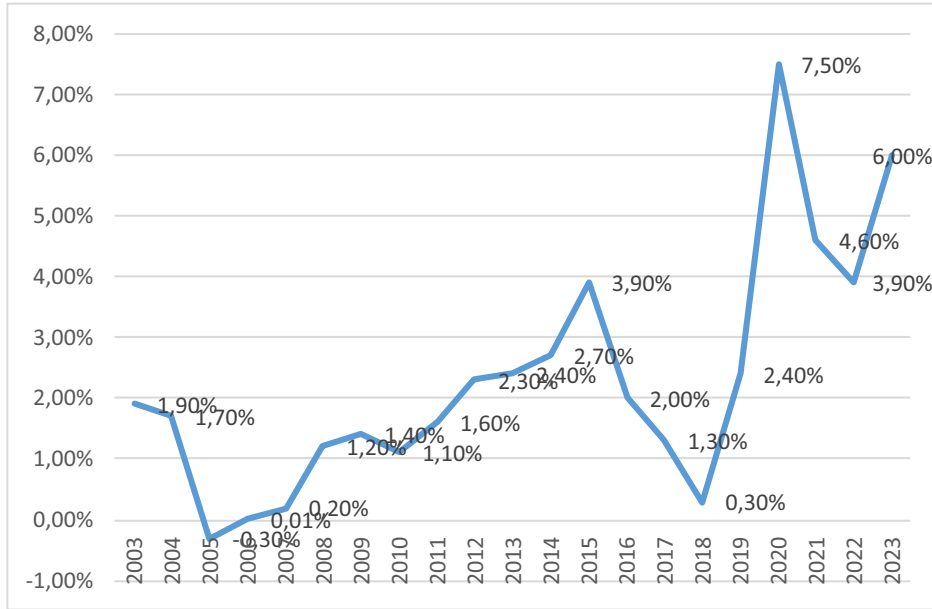
GASTOS PRIMARIOS DEL SPN ACUMULADOS A AGOSTO DE 2023 VERSUS MISMO PERIODO 2022

Fuente: Ministerio de Economía



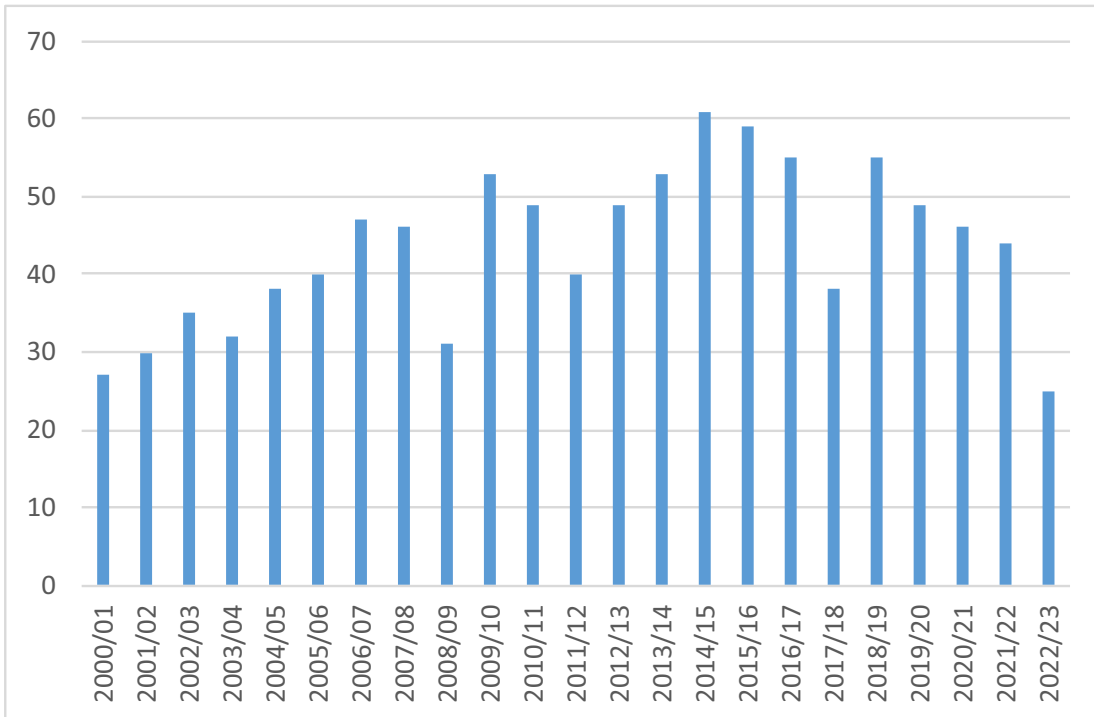
EXPANSIÓN MONETARIA PARA FINANCIAR AL TESORO NACIONAL

Fuente: BCRA. * 2023 dato anualizado a partir del acumulado hasta el 06-oct-23.

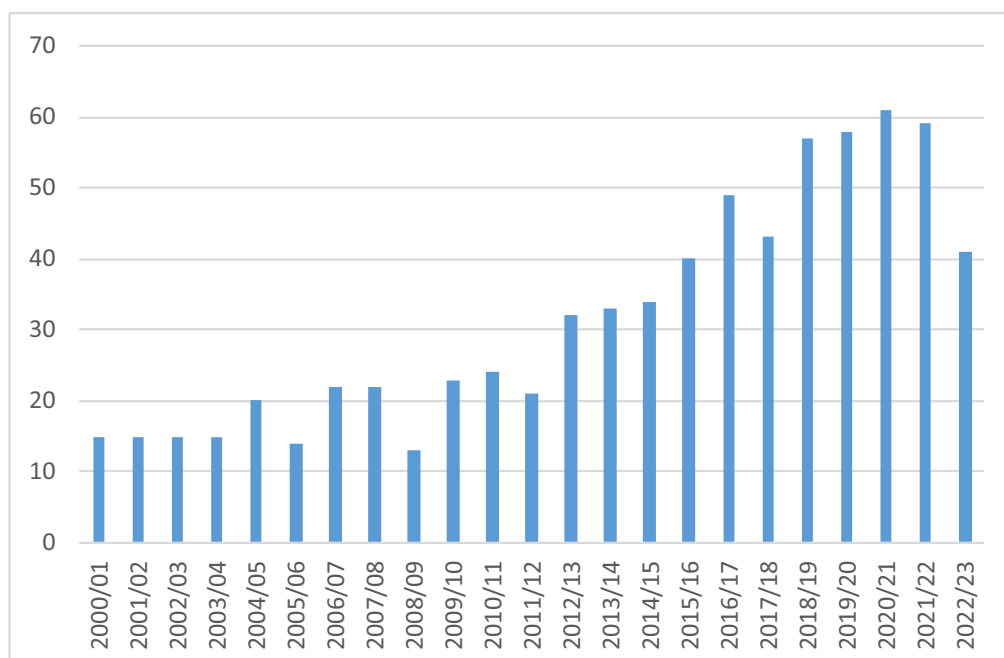


PRODUCCIÓN Y ÁREA SEMBRADA DE SOJA. en millones de toneladas

Fuente: SAGyP.



PRODUCCIÓN Y ÁREA SEMBRADA DE MAÍZ. en millones de toneladas



Fuente: SAGyP.

CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS

VARIABLES FINANCIERAS	24/11/2023	VARIACION YTD - 2023
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	372,50	103,27%
DÓLAR CCL EN ARGENTINA	943,46	177,08%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	4,90	-7,35%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	1945	-12,11%
INDICE S&P MERVAL (ARGENTINA)	896316	343,53%
DOW JONES (USA)	35364,97	6,60%
BOVESPA (BRASIL)	125797	14,64%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	490,16	-12,19%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	183,75	-31,39%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	202,09	-30,25%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	76,80	-4,56%
ORO - USD POR ONZA	1999,95	9,51%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	129,44%	86,65%
PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	133,00%	77,33%
BITCOIN	38.111,00	129,24%