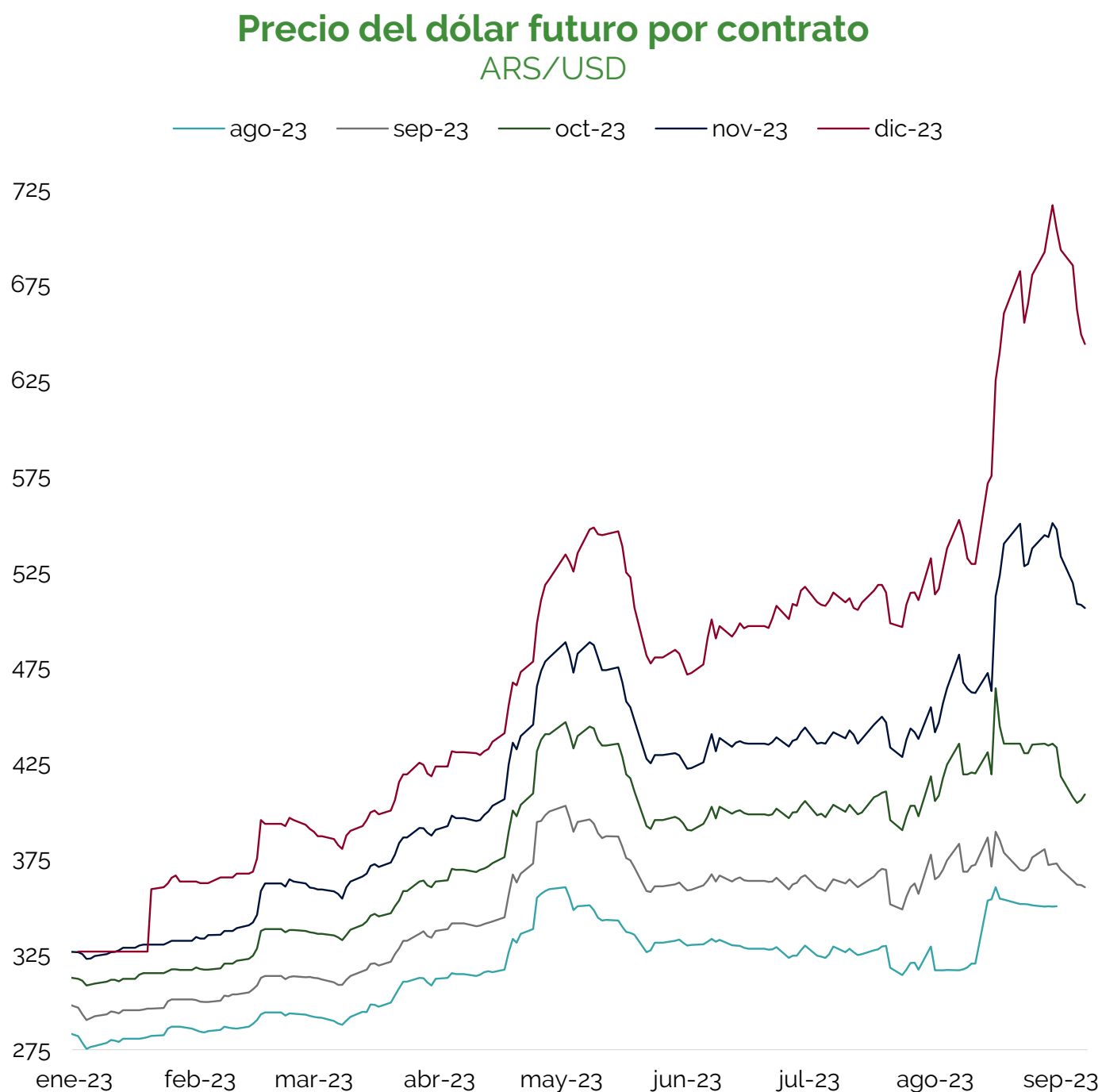


Research - Informe N°024

- **Se mantienen las expectativas de devaluación post elecciones en los contratos a dólar futuro.**
- **Hipoteca: la recaudación quedará más atada al impuesto país condicionando la salida futura del cepo.**
- **Una revisión de las propuestas políticas de los tres candidatos a 6 semanas de las PASO.**
- **El Merval acumuló 7 ruedas consecutivas de caída. Una revisión histórica de situaciones similares.**

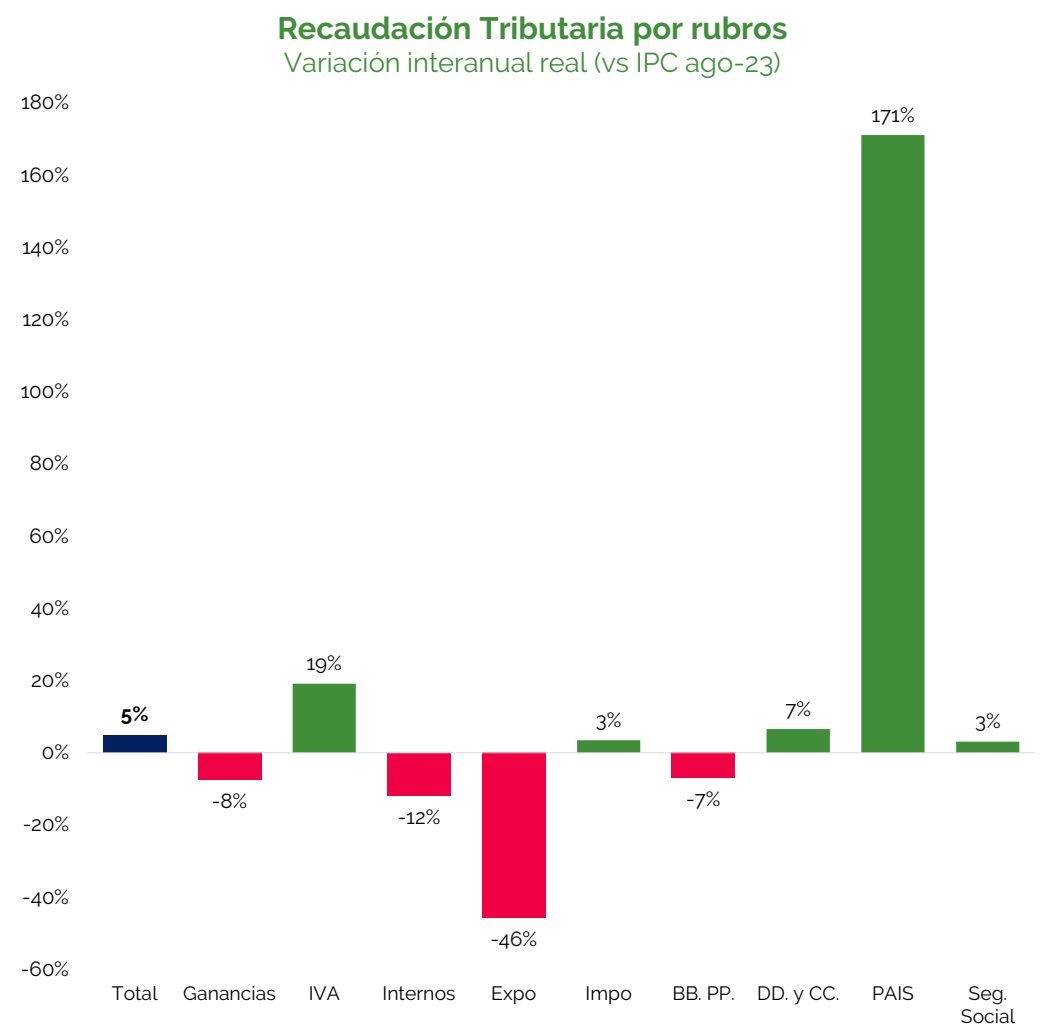


La devaluación sin plan no calmó las expectativas de devaluación futuras.

Ya lo mencionamos en el Informe N°023: el gobierno llevó el tipo de cambio mayorista a ARS 350 y explicó que "lo que se hizo fue fijar un tipo de cambio hasta el 30 de octubre, un tipo de cambio fijo aumentando un poco el precio del dólar". La demanda de cobertura reflejada en la presión en los contratos de dólar futuro se incrementó luego de la devaluación, lo que redundó en una "ganancia de tiempo" en el precio del dólar, pero a costa de llevar la nominalidad de la economía arriba de los dos dígitos mensual. El mercado, por ahora, no muestra una confianza plena en que el BCRA pueda lograr su cometido¹ de mantener "planchado" el tipo de cambio oficial hasta el 30-oct. El dólar futuro de sep-23 cotiza en \$360 (desde \$370 la semana pasada) y el contrato que vence a fines de octubre en \$408, bajando desde \$430 de la semana pasada (hoy pricea otro salto discreto del 17%) y regresando a los precios de cotización previos a la devaluación post PASO.

La recaudación: otro elemento atado con alambre.

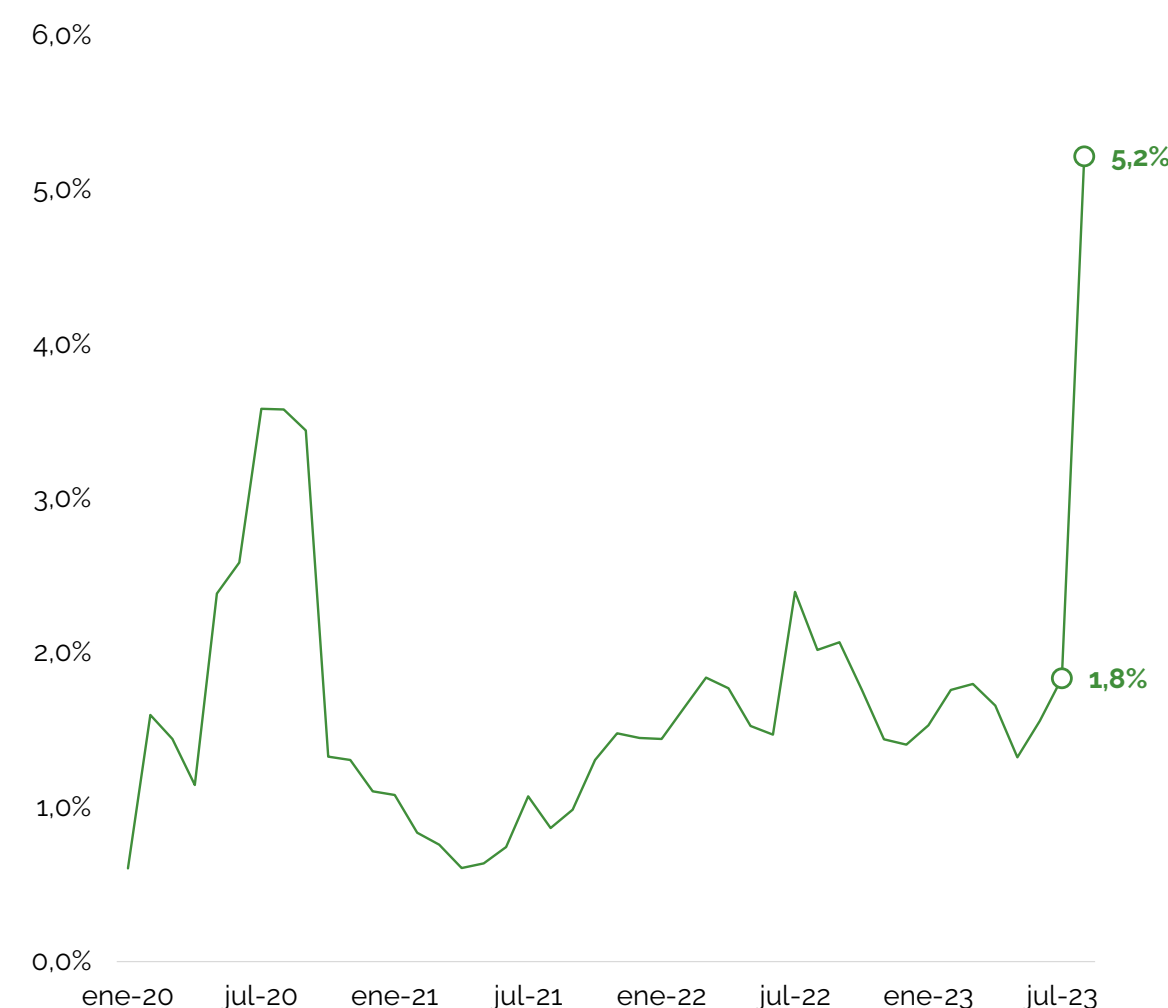
La recaudación tributaria creció por debajo de la inflación en todos los meses del 2023, salvo ago-23. ¿Qué pasó en el mes pasado? La recaudación alcanzó durante agosto los \$4.062.431,8 millones lo que implica un crecimiento de +134,6% i.a. Dicha expansión estuvo impulsada principalmente por los tributos ligados a la actividad económica interna, la Seguridad Social y el Impuesto PAÍS. La recaudación por impuestos al valor agregado (IVA) creció un 19% en términos reales (por encima de la inflación proyectada de un 12% mensual), impulsado por el mayor cobro de IVA en las tarifas de servicios públicos y la suspensión de los certificados de no retención para determinados importadores. Los impuestos ligados a la actividad económica se destacaron el IVA (+166,4% i.a.) y el impuesto a los Créditos y Débitos (+138,2% i.a.) En la misma línea, los recursos de la Seguridad Social se expandieron en +130,5% i.a., reflejando las mejoras salariales registradas. La suba responde al crecimiento de las Contribuciones Patronales (+136,1% i.a.) y al incremento de los Aportes Personales (+125,8% i.a.). Por su parte, el impuesto PAÍS registró una suba de +506,0% i.a. producto de la ampliación de la base imponible del tributo dispuesta según el Decreto 377/2023 y fue el mayor impulsor de la recaudación en el mes de ago-23: mostró un incremento del 171% en términos reales y aumentó su importancia dentro de la recaudación a niveles inéditos hasta ahora. La recaudación por impuesto PAIS (que fue planteado como un impuesto "extraordinario y transitorio") pasó de representar el 1,8% del total de recaudación, a tener un peso del 5,2% en el total de recaudación.



¹ Ver las declaraciones de Gabriela Cerruti en Diario Perfil ([disponible aqui](#)), Página 12 ([disponible aqui](#)) o Infobae ([disponible aqui](#)).

Recaudación Impuesto PAIS

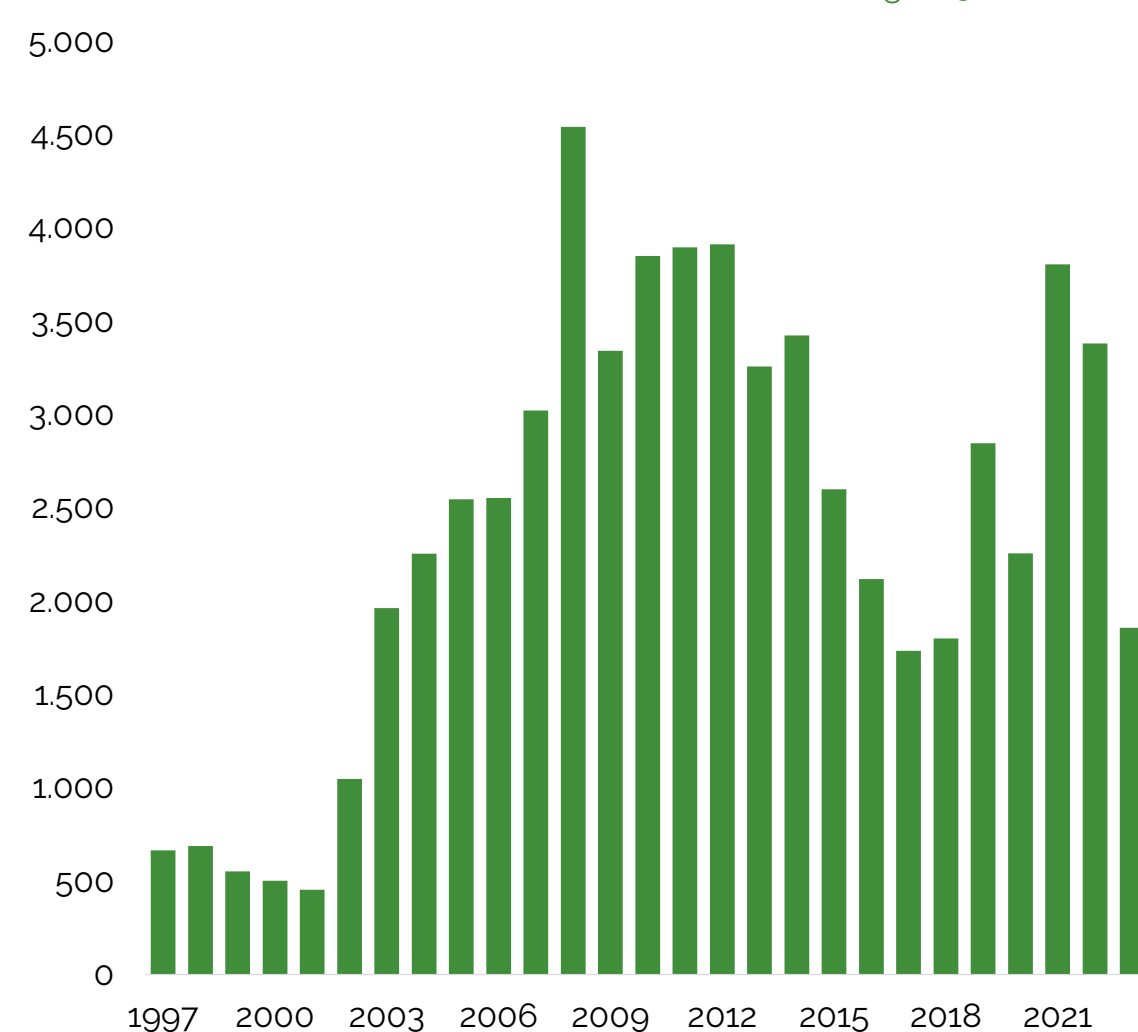
Como % de la recaudación total



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de MECON

Recaudación Tributaria por Comercio Exterior

En ARS Miles de Millones Constantes de ago-23

En ago-23 se observó el máximo histórico de recaudación por **impuesto PAIS**

Este 5,2% fue el máximo histórico de recaudación de impuesto PAIS y representó más del 80% de los tributos recaudados por todo el comercio exterior en su conjunto (Derechos de exportación de todos los bienes y servicios exportados, derechos de importación de todos los bienes y servicios importador, y demás tasas nacionales de comercio exterior).

La recaudación del comercio exterior: en caída libre por la sequía.

Si bien la recaudación de Derechos de Importación + tasa estadística de importación, por el impulso de la devaluación post PASO, se incrementó un 131,3% frente a agosto del año pasado, los ingresos por Derechos de Exportación aumentaron interanualmente solo un 21,1%. Esta variación interanual se encuentra atenuada principalmente por el efecto de la sequía y por la disminución de los precios promedio de la mayoría de los productos de los complejos sojero y cerealero respecto del año anterior. La recaudación total por comercio exterior cayó a los niveles más bajos desde el año 2018, donde los cultivos estuvieron afectados por la sequía (de magnitudes menores a la actual) y donde retenciones a las exportaciones eran mucho más bajas para el caso de los principales cultivos (y en proceso de disminución gradual) o incluso nulas para otros productos de economías regionales.

Las propuestas políticas de los tres candidatos.

Quedan 6 semanas para las elecciones generales. A medida que avanza la campaña electoral de los tres principales aspirantes a gobernar el país durante los próximos cuatro años, se van presentando las propuestas políticas y económicas para conquistar el voto del electorado.

1 Sergio Mazza.

Si bien corre con desventaja en esta campaña, por su doble rol de ministro y candidato a la presidencia de un oficialismo golpeado que viene de realizar la peor elección del peronismo de la historia, el Massa candidato habla poco de sus propuestas concretas en un posible mandato. En el fondo es lógico que esto suceda, ya que sus propuestas económicas para el futuro podrían ser contrastadas con el reclamo de que se apliquen durante su actual gestión al frente del Palacio de Hacienda. ¿Por qué prometería hacer algo en el futuro que no hace ahora? Pese a ello, Massa encuentra la manera de hacer campaña y en materia económica sostiene que “la solución más grande que tiene Argentina es vender lo que hace al mundo y hacerse de los dólares para sacarse de vuelta al FMI de encima”. También sostiene y asegura que las medidas económicas que ha tomado hasta ahora son “transitorias y forzadas, pero que tienen que ver con la realidad del momento”, lo que deja entrever que sus decisiones en el futuro pueden ser distintas. Asegura que la devaluación fue un pedido del FMI y que en un posible futuro mandato “Nuestro litio, nuestro gas, nuestro petróleo, lo que produce el campo, lo que producen las industrias cada vez se venda más al mundo, porque eso nos va a dar los dólares para ser libres, para ser soberanos”. Sus pilares del “plan gestión” son similares a las promesas de Alberto Fernández en 2019. Los pilares de Massa son sumamente contradictorios, sobre todo el pilar de “equilibrio fiscal” que implicaría un ajuste fiscal, mientras en su discurso de mayor gasto en educación y salud, vendría escondido un aumento de impuestos o de emisión monetaria para financiar el aumento de gasto público.

“Plan gestión: estabilización, mejora en los ingresos y acuerdo social”**4 pilares:**

- El equilibrio fiscal
 - El superávit comercial
 - Un tipo de cambio competitivo
 - Desarrollo con inclusión
-
- Educación y trabajo como promesas de movilidad social
 - Solución a piquetes y cortes de ruta sin uso represivo de la fuerza estatal
 - Lucha contra la inseguridad, delito y el narcotráfico con inversión en sistemas de prevención y de inteligencia criminal.
 - Exportaciones intensivas en litio, gas, petróleo, campo, y bienes industriales



2 Patricia Bullrich.

Sobre la base del concepto de “orden”, Bullrich promete eliminar en el menor tiempo posible el cepo cambiario, que impide la compra y venta libre de dólares, y establecer un tipo de cambio único. El plan económico estará encabezado por Carlos Melconian que divide las grandes reformas en tres ejes: “Estabilización macroeconómica, reformar el sector público y reformar el sector privado”. Además, Melconian pondera la necesidad de generar cambios en la política fiscal, la deuda pública, reformar del código civil, legalizar el bimonetarismo, establecer un nuevo régimen cambiario y tener un nuevo Banco Central, junto con su carta orgánica. Melconian se mantiene muy crítico de la postura de Milei, de dolarizar y especula con que la dolarización de la economía argentina sería imposible dada la falta de reservas y de confianza. En el plano cambiario sostiene que “El cepo se va a levantar, que va a haber una política macro-prudencial, y que vamos a un régimen diferente”. La pregunta es ¿La salida rápida del cepo y la implementación del bimonetarismo no llevaría a una hiperinflación de corto plazo por el desplazamiento del peso? Para eso hace falta confianza en el plan. En este tema, Melconian en una de sus últimas entrevistas² declaró que “El precio (del dólar) al otro día de sacar el CEPO estará en torno a la brecha del oficial y el blue”.

2 Javier Milei.

En línea con el teorema de Baglini³, el discurso disruptivo de Milei se centró significativamente luego de su victoria en las PASO. En la antesala de la misión que encabezarán sus asesores a Estados Unidos, el equipo flexibilizó⁴ su postura sobre la dolarización, el plan "Motosierra" para reducir el gasto en forma drástica y la eliminación del Banco Central, todos aspectos medulares de su programa que siguen generando incertidumbre en torno a la factibilidad de sus promesas. Respecto a la dolarización, tres semanas antes de las PASO del 13-ago, Milei había asegurado que ya estaba en condiciones de dolarizar con un esquema "básico". A la pregunta "¿Es fácil? afirmó⁵ que es “Recontrafácil”. Pocos días después de las primarias que lo catapultaron al primer puesto, con el 29,8% de los votos, Milei advirtió que la medida llevará "entre 9 y 24 meses" y que antes "hay que solucionar el problema de las Leliq". Más tarde, Milei afirmó que "Jamás dije que los problemas se arreglan en cinco minutos. Proponemos un conjunto de reformas estructurales para que la Argentina en un lapso de 25 a 45 años vuelva a ser una potencia. Nunca dijimos que el resultado sea instantáneo". La moderación de Milei es buen signo para los mercados, pero tal vez lo pueda alejar de sus votantes. En las últimas semanas, desde su equipo aclararon que el primer año no habrá despidos de "empleados de carrera" y tampoco serán recortadas las jubilaciones y la AUH. Así, tras las PASO, el ajuste previsto se redujo a 5 % del PBI, algo que permitiría alcanzar un resultado primario equilibrado para fines de 2024 ¿podrá llevar a cabo el ajuste fiscal en caso de resultar electo sin un aparato político?

² Para entender los lineamientos del “plan Melconian” recomendamos ver la entrevista de Alejandro Fantino en “la cosa en sí” del 05-sep-23 (disponible aquí).

³ El Teorema de Baglini es un concepto que sostiene que el grado de responsabilidad de las propuestas de un partido o dirigente político es directamente proporcional a sus posibilidades de acceder al poder. Fue enunciado en 1986 por Raúl Baglini.

⁴ Ver, por ejemplo, las declaraciones de Dario Epstein en el ciclo “Democracia y Desarrollo” de Clarín (disponible aquí).

⁵ Entrevista en el DiarioAr (disponible aquí).

Transición a economía de mercado “Plan Melconian: Economía + política”

3 aristas principales:

- **Shock de desregulaciones en el sector privado** • Reducción acelerada de las retenciones.
- Reforma laboral (reducción costo indemniz.) • Ley de protección de inversiones
- Ley de simplificación y desburocratización.
- **Reforma integral del sector público** • Eliminación déficit empresas públicas (cerrar, traspasar y redimensionar) • Ley de independencia del BCRA • Ley de ministerios (8), AFIP y Aduana
- **Estabilidad macroeconómica** • Salida rápida del cepo cambiario • Bimonetarismo
- Reducción del déficit entre 3,5% y 4,0% • Reforma tributaria
- Reforma previsional (infla esperada + ajuste)



Un programa "pensado en un lapso entre 35 y 50 años" para retornar a esos supuestos años de bonanza y que requiere "tres familias de reformas".

De corto plazo: “Plan Motosierra” Reforma del Estado (baja el gasto público)

- Reducción de Ministerios • Terminar con la obra pública • Eliminar subsidios económicos
- Privatización de Empresas públicas • Jubilaciones de privilegio de la política
- Reducción del 90% de los impuestos • Eliminación de la coparticipación (progresiva)
- Eliminación de los planes sociales (progresiva)

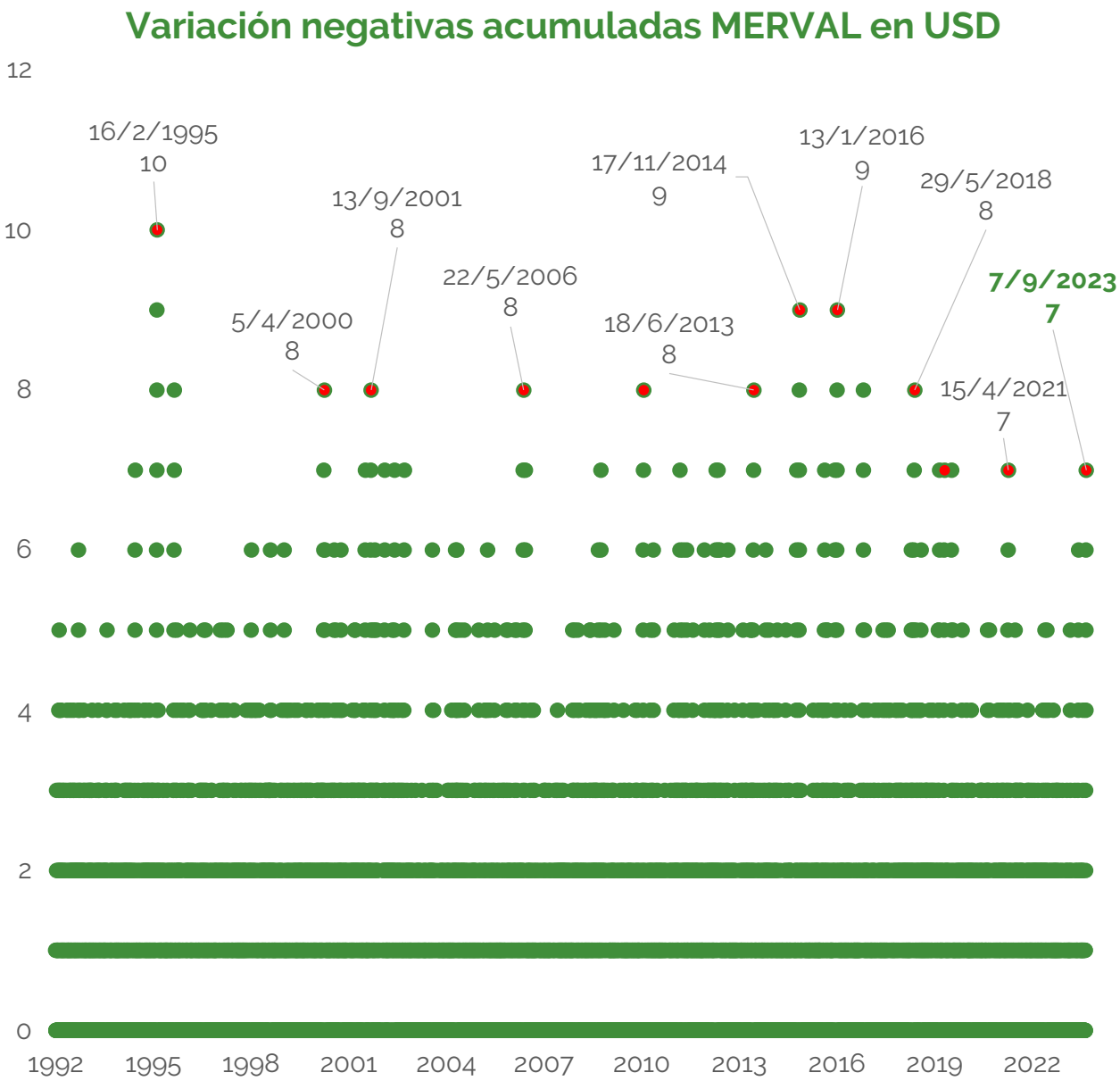
• Reforma laboral

- Bajar multa de juicios laborales • Eliminación de regulaciones estatales
- Seguros entre privados para desempleo

Reforma monetaria y cambiaria

- Eliminación del cepo y libre flotación • Dolarización entre 9 y 24 meses





En las últimas ruedas tanto los activos argentinos como los tipos de cambio financieros operaron a la baja. Un ejercicio histórico con el Merval.

El plano internacional aumentó su inestabilidad en las últimas dos semanas. Los t-bills se mostraron más demandados, junto con el oro, y el equity en general operó a la baja. Las nuevas restricciones impuestas por China a Apple Inc golpearon al equity en general y sólo los segmentos defensivos (servicios públicos y health care) pudieron cerrar sin bajas. En el plano local, en la jornada de ayer 07-sep, el Merval en dólares se desplomó un 2,7% siendo mayormente explicado por su valuación en pesos que mostró una baja de 6,1%. De esta forma, el índice se hunde por debajo de los USD 750. Es la séptima rueda que el Merval medido en USD cae de forma consecutiva. Esto nos llevó a preguntarnos ¿Cuántas veces se vieron tantas caídas consecutivas en el merval desde el fin de la hiper? Para un total de 7.803 observaciones diarias desde 1992, el merval cayó en 3.722 (el 47,7% de las ruedas).

Merval USD	Maximo ↓				
Caidas consecutivas	10	9	8	7	6
Cantidad de veces (*)	1	2	8	18	23
Primera vez	16/2/1995	15/2/1995	14/2/1995	16/6/1994	17/9/1992
Última vez	16/2/1995	13/1/2016	29/5/2018	7/9/2023	6/9/2023

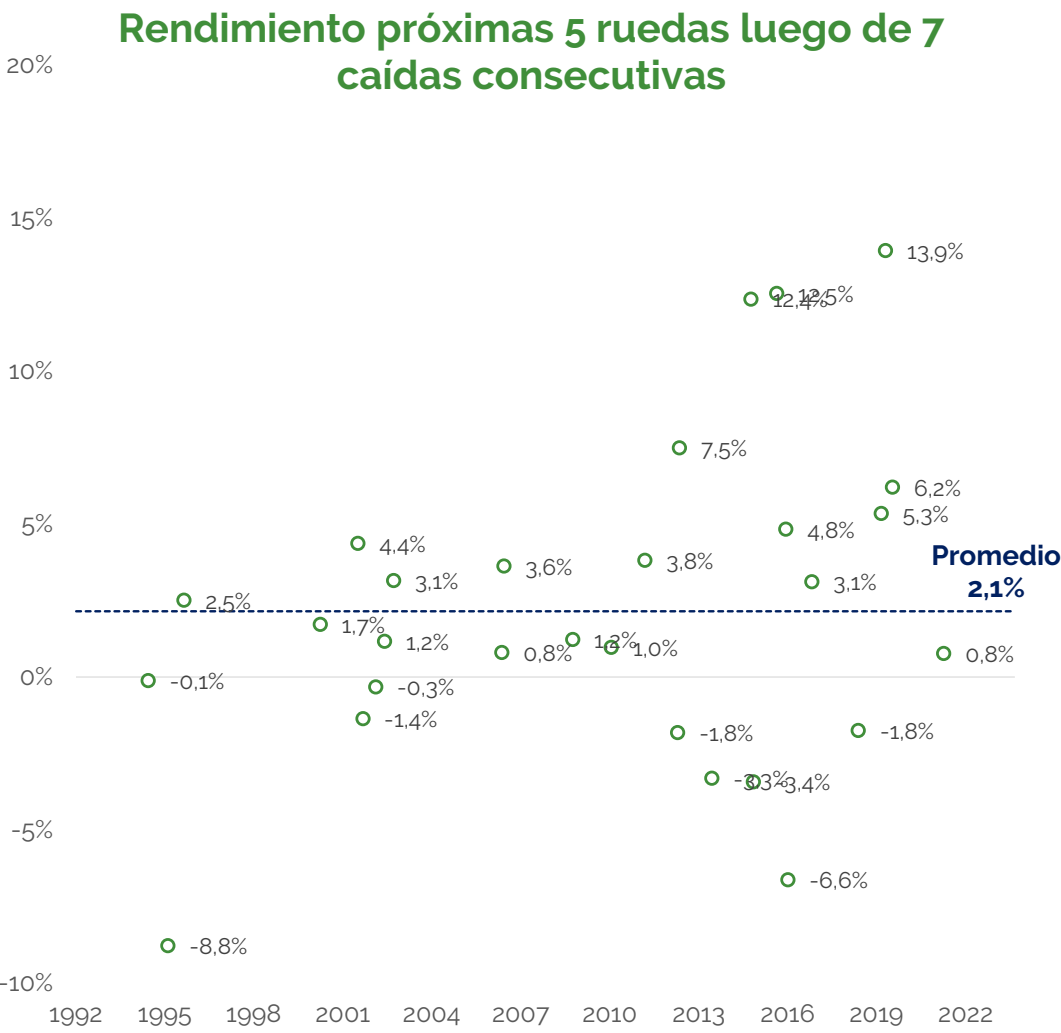
(*) Veces "terminales" de caidas consecutivas (no se cuentan si la racha continuó)

Fuente: Parakeet Capital en base a datos de mercado

El máximo de caídas consecutivas de la bolsa argentina fue de diez veces, alcanzado el 16-feb-1995. Registros como el de ayer, de siete jornadas consecutivas operando a la baja se observó un total de 18 veces (incluida la actual). Varias de las rachas negativas coinciden con fechas conocidas para la historia argentina: Son en la antesala de una crisis o coinciden con fechas de "toma de ganancias" luego de una devaluación del dólar oficial.

¿Qué sucede después de 7 caídas consecutivas?

De todo. En promedio, se observó un retorno positivo de +2,1%, pero en los últimos años la volatilidad de los retornos fue mayor. El máximo retorno positivo fue en abr-19 (+13,9%) y el mínimo fue en feb-95 (-8,8%).



Bruno Panighel | Head of Research | bpanighel@ParakeetCapital.com.ar



Disclaimer
Parakeet Capital S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación registrado bajo el N° 230 y un Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión registrado bajo el N°176 ante la Comisión Nacional de Valores. La información contenida en el presente informe se expone a título meramente informativo, y no constituye una recomendación de inversión, invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de Parakeet Capital S.A. para llevar a cabo operación o transacción alguna. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de los instrumentos mencionados en el presente. La información, noticias, valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables y si bien se han tomado recaudos razonables, Parakeet Capital S.A. no garantiza la plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Las opiniones, estimaciones y proyecciones incluidas en el reporte reflejan el juicio actual de Parakeet Capital S.A. a la fecha del reporte, y están sujetas a cambios sin previo aviso. El rendimiento pasado de las inversiones no constituye una guía para el rendimiento futuro de las mismas.