

# Research - Informe N°031

- **Las actividades de Milei como presidente electo en las dos primeras semanas de transición.**
- **Los pasivos remunerados del Banco Central: de LELIQ a Pases y el foco en las LEDIV.**
- **El ajuste fiscal que propone Milei ¿Dónde estamos parados? ¿Qué se pueda hacer?**
- **Los dólares financieros y el fortalecimiento del peso. Incertidumbre en torno a la baja de la brecha cambiaria.**

## Las actividades del presidente electo.

En la semana post elecciones Milei dio muchas entrevistas<sup>1</sup> donde fue profundizando las ideas económicas para el comienzo de su mandato. Intentamos resumir algunas definiciones clave de estas dos semanas en los distintos ejes relevantes:

### 1 Lo Monetario.

El lunes y martes (21-nov y 22-nov) en las entrevistas habló principalmente de los objetivos de política cambiaria y monetaria: sostuvo que su equipo trabaja en una ingeniería financiera para rescatar la bola de LELIQ y luego salir del cepo cambiario. Se pronunció a favor de la competencia de monedas y mantuvo su idea de cerrar el BCRA. En una entrevista<sup>2</sup> el miércoles 29-nov, Milei ratificó que "está claro que el primer problema que tenemos que resolver es el de las LELIQs. Resulta fundamental resolver ese problema con mucha expertise, porque si nos equivocamos ahí, terminamos en una hiperinflación".

### 2 Lo Fiscal.

En los días subsiguientes ratificó sus intenciones de ajustar fiscalmente para solucionar el problema de financiamiento. Tres frases fueron contundentes en lo discursivo: "No hay plata" (refiriéndose a los gastos comprometidos de dic-23, mes en el cual sostuvo que no se gastará más de lo que se recaude; "Voy a hacer el ajuste para pagar la deuda" en referencia al pago de cupones de bonos en dólares que se realiza la primera semana de ene- 24; y "ministro que gasta de más lo echo" en referencia a que no dejará que los ministros de economía busquen un mayor gradualismo al que él plantea. Milei se posiciona como un presidente personalista, con carácter e involucrado en la gestión económica. ¿Qué líneas del gasto ajustará Milei? No está claro que pueda hacer un ajuste de 5% del PIB. Profundizaremos más adelante sobre este tema.

### 3 La Transición.

Milei se reunió con Alberto Fernández el martes 21-nov durante más de dos horas. Desde ambos lados describieron la reunión como "Amable, respetuosa e institucional". "Se hizo un repaso de los temas de Estado. No hubo ningún pedido de ningún tema. Se hizo un repaso de la agenda internacional y se acordó iniciar los equipos de transición con enlaces en todas las áreas." señalaron fuentes del Gobierno actual a distintos medios. Desde el MECON oficializaron que el equipo para la transición económica quedará en manos de Gabriel Rubinstein, Leonardo Madcur, Raúl Rigo y, por el lado del BCRA, en manos de Miguel Pesce. También se confirmó que el ministro de economía seguirá siendo Massa hasta el 10-dic. Además, se anunciaron una serie de medidas destinadas a contener el dólar, siendo la más importante la prórroga<sup>3</sup> del tipo de cambio especial para exportadores, aunque sin devaluación, en un esquema 50/50 (al CCL y al oficial) que deja un tipo de cambio implícito de ARS 620 y que luego comprimió hasta los ARS 600 en la última semana.

### 4 Guiños con el mercado.

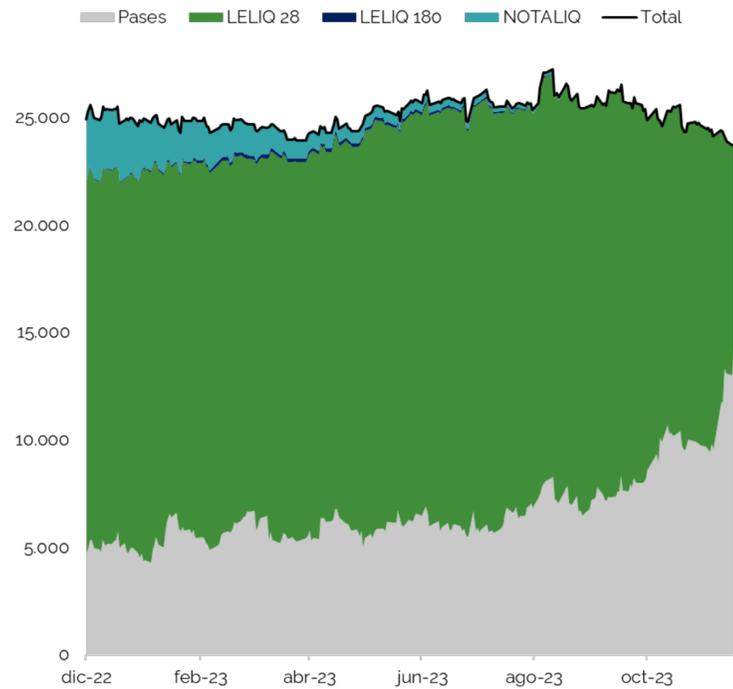
Milei, acompañado por Nicolás Posse y Luis Caputo, visitaron los EE. UU. esta semana. El viaje tuvo como destino Nueva York y Washington. Con la posible llegada de Caputo al MECON se cancela, o al menos se postergará por un tiempo, la idea de dolarizar la economía argentina, y así lo tomó el mercado cuando viajaron a EE. UU. Además, el rumor de Caputo fue muy bien recibido por los bonos en USD que deben pagar cupón la primera semana de enero. La comitiva regresó este miércoles 29-nov del viaje de dos días por EE. UU.

<sup>1</sup> Recomendamos ver las entrevistas con Alejandro Fantino (21-nov – disponible aquí); con Viale, Majul y Rossi (21-nov – disponible aquí); en "A dos voces" (22-nov – disponible aquí), con Manuel Adorni para definiciones económicas (21-nov – disponible aquí)

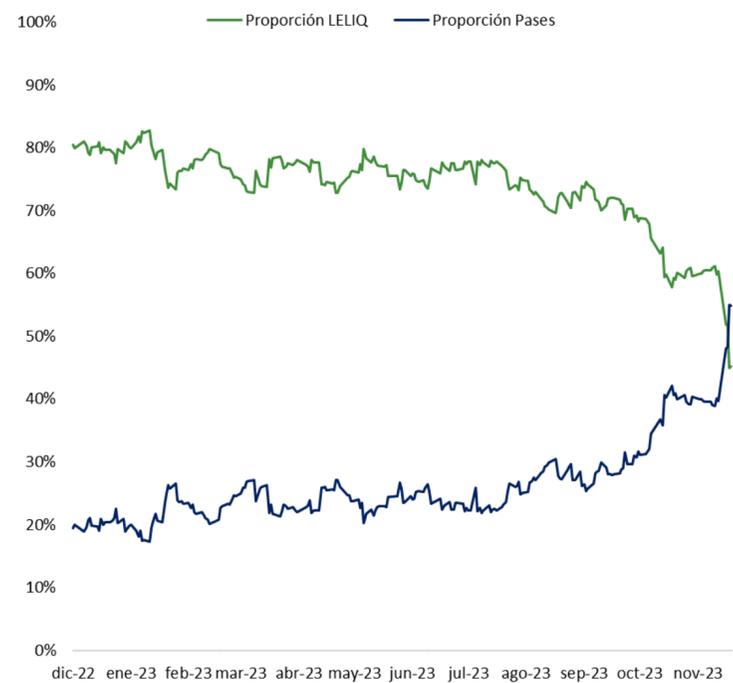
<sup>2</sup> Entrevista en Radio La Red el 29-nov (disponible aquí)

<sup>3</sup> Decreto presidencial 597/2023 del 20-nov (disponible aquí)

### Pasivos remunerados en pesos constantes



### Participación en el Stock de pasivos remunerados



## Milei confirmó a Luis Caputo al frente del MECON y a Bullrich en Seguridad

Tras aterrizar, Milei confirmó que Luis Caputo será su ministro de Economía y también lo hizo a través de Twitter<sup>4</sup>. Además, indicó que Gerardo Werthein será embajador en Estados Unidos y que Daniel Scioli seguirá al frente de la embajada en Brasil. “La reunión con el Tesoro y el Fondo fueron protagonizadas por Posse y Caputo. Tengo la devolución con el Tesoro y fueron excelentes los resultados. Comprenden a la perfección la problemática de la Argentina”, dijo Milei en otra entrevista<sup>5</sup> luego del aterrizaje. “Estamos con el tema de las LELIQ, que ahora se están transformando en pases. El ministro de Economía Caputo pudo discutir en profundidad esos temas”. Gita Gopinath, subdirectora del FMI, publicó<sup>6</sup> que la reunión fue “muy positiva” y que “los equipos seguirán estrechamente comprometidos en el próximo período”. El jueves 30-nov Luis Caputo confirmó<sup>7</sup> que Joaquín Cottani se suma al equipo de Economía que, según la prensa, sería el secretario de política económica (viceministro de economía). Por el lado del BCRA, la prensa habla de Pablo Quirno y Santiago Bausilli como candidatos, ambos trabajaron con Caputo en los últimos años.

## 5 El paquete de leyes.

El día 11-dic entra un paquete enorme de leyes con toda la reforma del Estado y un montón de leyes asociadas a ello”, dijo Milei el 26-nov. El presidente electo agregó que su “prioridad es evitar la hiperinflación” y por ese motivo su fuerza buscará “el mejor equilibrio político para que las leyes tomen su curso”. Ante la consulta de distintos medios, desde el equipo de prensa de Milei informaron que darán a conocer las características de los proyectos de ley más adelante. **¿Sesiones extraordinarias?** Milei agregó en la entrevista que “Vamos a tratar todos estos temas, porque es urgente. No vamos a esperar a marzo”. Para dar curso a nuevas iniciativas legislativas se debe convocar a sesiones extraordinarias en el Parlamento, ya que las sesiones ordinarias este año, según lo establecido<sup>8</sup>, concluyen el 09-dic.

## La inflación de octubre fue de 8,3%.

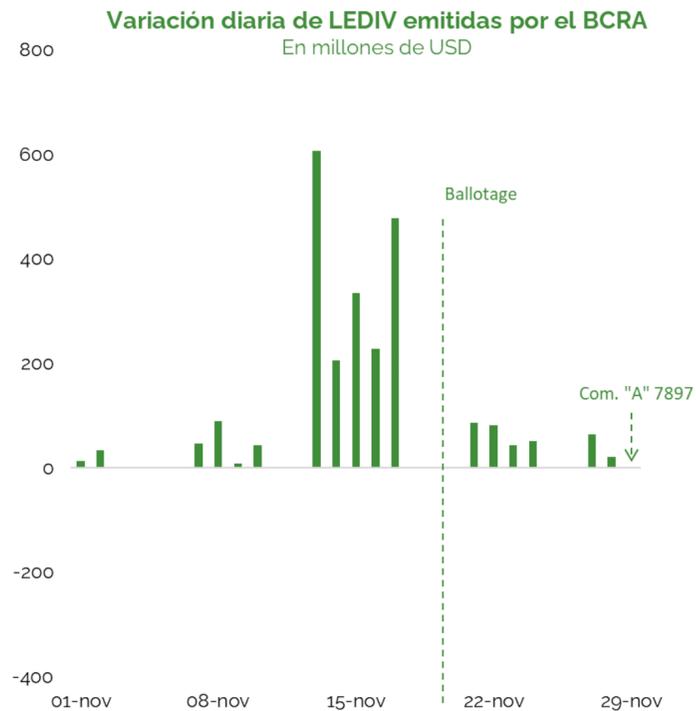
El martes 21-nov había un stock de pasivos remunerados de ARS 23,3 billones (ARS 9,4 billones en pases a 1 día y ARS 13,9 billones de LELIQ). Ese día, primer día hábil luego del triunfo de Milei, vencían LELIQ por ARS 2,7 billones y las emitidas en la renovación vencían bajo el nuevo mandato, de las cuales se renovaron solo ARS 1,1 billones yendo prácticamente todo el remanente no renovado a pases pasivos a 1 día. En las subastas de LELIQ subsiguiente se observó la misma dinámica: poca renovación de LELIQ y suscripción a Pases pasivos a 1 día.

Los bancos acortan duration y reemplazan LELIQ por pases. El stock de pasivos remunerados cambió de composición, pero se mantiene en los mismos valores que antes de las elecciones: ARS 24,2 billones al último dato disponible del cierre del 29-nov, prácticamente el mismo valor en pesos constantes que se observó en todo 2023.

## El foco puesto sobre las LEDIV.

Las LEDIV<sup>9</sup> son letras dólar linked con 0% interés, emitidas por el BCRA y que tienen put option a lo largo de toda su vida (son precancelables en cualquier momento). Un instrumento dólar linked a tasa 0% (y no muy negativa como el resto de los activos dólar linked) son instrumentos de cobertura mucho más baratos que los futuros, bonos y el resto de las opciones de cobertura cambiaria. El jueves 23-nov el BCRA amplió<sup>10</sup> el universo de inversores que podían suscribir LEDIV, sumando empresas de consumo masivo participantes de “precios justos” e importadores de forma directa, para luego, el lunes 27-nov, limitar<sup>11</sup> los posibles suscriptores.

<sup>4</sup> Cuenta oficial de Twitter de la OPE (disponible aquí). <sup>5</sup> Entrevista en Radio Mitre con Eduardo Feinmann el 29-nov (disponible aquí). <sup>6</sup> Cuenta Oficial de Twitter de Gita Gopinath (disponible aquí). <sup>7</sup> Cuenta oficial de Twitter de Luis Caputo (disponible aquí). <sup>8</sup> Decreto presidencial 583/2023 del 06-nov (disponible aquí). <sup>9</sup> Describimos que son y que objetivos tienen las cartas remuneradas dólar linked en la página tres de nuestro Informe N°029 (disponible aquí). <sup>10</sup> La comunicación “A” 7892 del 23-nov está (disponible aquí). <sup>11</sup> La comunicación “A” 7897 del 27-nov está (disponible aquí).



A partir de este lunes 27-nov, a las LEDIV solo podían suscribir los bancos que tienen depósitos dólar linked, las petroleras con incremental de exportación y las Pymes importadoras a través de la cuenta remunerada en bancos comerciales. El jueves 30-nov el BCRA anunció que dejaba sin efecto la comunicación "A" 7897 del 27-nov y derogaba las comunicaciones previas que regulaban la suscripción de LEDIV. También se dispuso que las entidades financieras y bancos ya no estarán obligados a ofrecer cuentas remuneradas a la vista ni a plazo cuya retribución está basada en la variación de la cotización del dólar estadounidense. Las empresas importadoras de productos de consumo masivo que ingresaron en el programa "Precios Justos" y mantienen stock de LEDIV, previo a requerir el pago, deberán presentar un certificado a la entidad financiera en la que se suscribieron al instrumento. Las LEDIV ya emitidas no serán tocadas, y según Milei<sup>12</sup>, son "otra bomba" por la emisión potencial que debería realizar el BCRA para respetar los contratos de seguro de cambio que suponen las LEDIV si hay una devaluación del tipo de cambio oficial. Sin embargo, dado que el BCRA parece no haber dado roll-over en su posición de futuros vendida (el open interest cayó a USD 1.300 M, el menor en los últimos 3 años), la posición en LEDIV es prácticamente el único condicionante de pasivos dólar linked que tendría el BCRA.

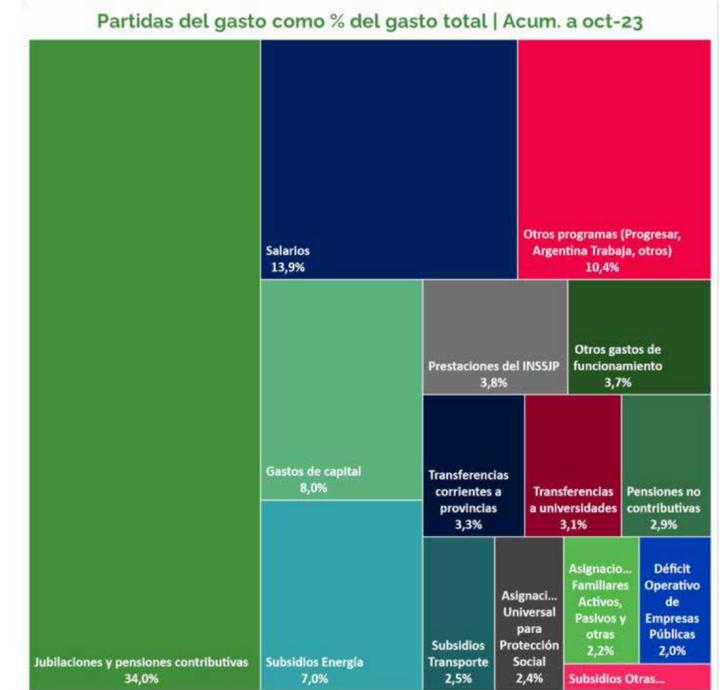
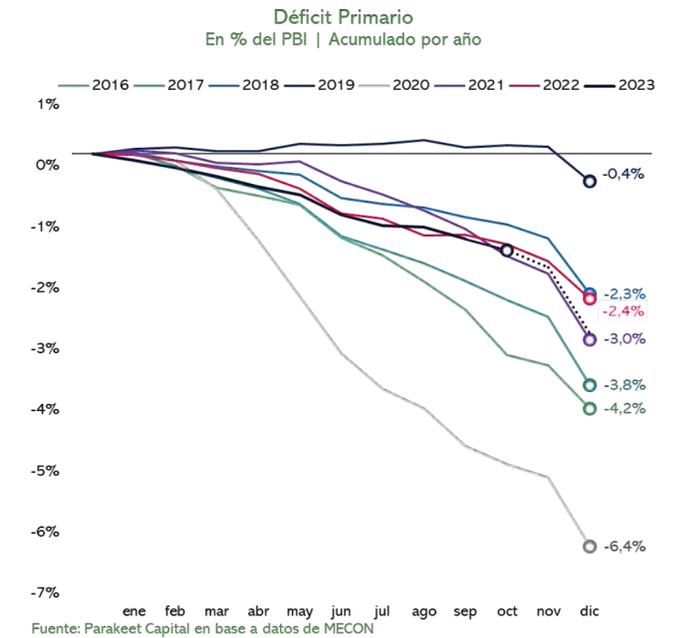
## La pata fiscal ¿qué se puede hacer?

El déficit primario de oct-23 fue de ARS 330.000 M y en el acumulado 2023 el déficit fue ARS 2,96 billones. El mes pasado el gasto cayó 1,7% i.a. descontando la inflación y los ingresos disminuyeron un 4,0% i.a. en términos reales. La caída de los ingresos está explicada por una menor recaudación de ganancias (-22% i.a.) que también afecta los ingresos provinciales coparticipables. El déficit fiscal de 2023 mostró una dinámica similar a la de 2022 (-2,4% PIB), pero con el gasto electoral (y también la baja de impuestos) ejecutado en oct-23 y nov-23, posiblemente el déficit termine en valores similares al 2021 (-3,0% PIB).

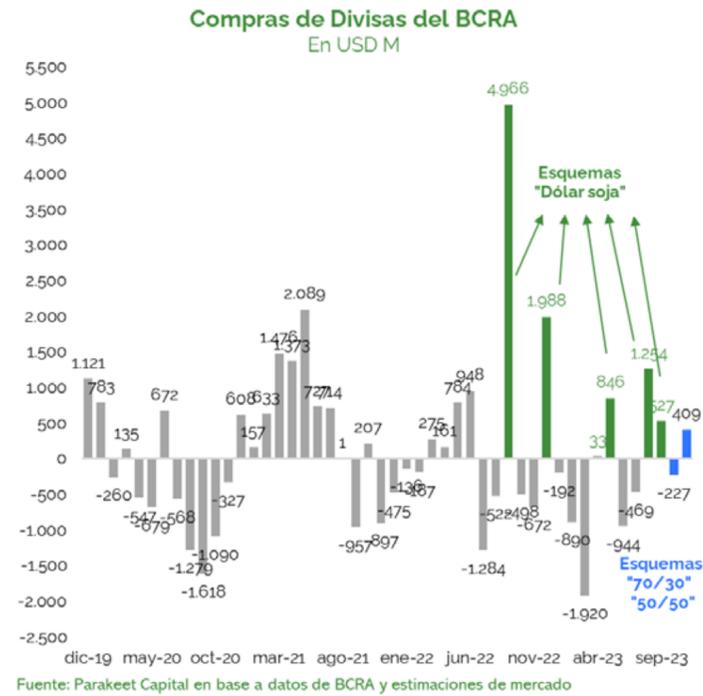
## Milei busca recortar el gasto para alcanzar el déficit 0%. ¿Se puede lograr?

El gasto público nacional es del 19%-20% del PIB. Si no hay aumento de impuestos ni variación de las finanzas públicas provinciales, el gobierno nacional debería recortar el 25% del total del gasto nacional.

En el gráfico anterior se presentan las partidas del gasto nacional como porcentaje del gasto total. El 25% del recorte del gasto implicaría, por ejemplo, eliminar toda la obra pública (8,0% del gasto total) + eliminar todos los subsidios a la energía (7,0% del gasto total) + eliminar todas las transferencias corrientes a provincias (no incluyen coparticipación, 3,3% del gasto total) + eliminar todos los subsidios al transporte (2,5% del gasto total) y aún así faltaría achicar 5% más el gasto. Creemos que es poco probable que el ajuste fiscal se realice completamente mediante el achicamiento del gasto público. O se suben los impuestos, o el déficit termina no siendo del 0% al final del 2024. También consideramos la posibilidad de que, en caso de haber, las privatizaciones de empresas públicas (ingresos que hoy contabilizan "bajo la línea" y que no cuentan para el resultado fiscal) sean considerados por la administración de Milei como "ingresos" a la hora de computar el déficit fiscal ampliado del 2024.



<sup>12</sup> Cuenta oficial de Twitter de Javier Milei (disponible aquí).



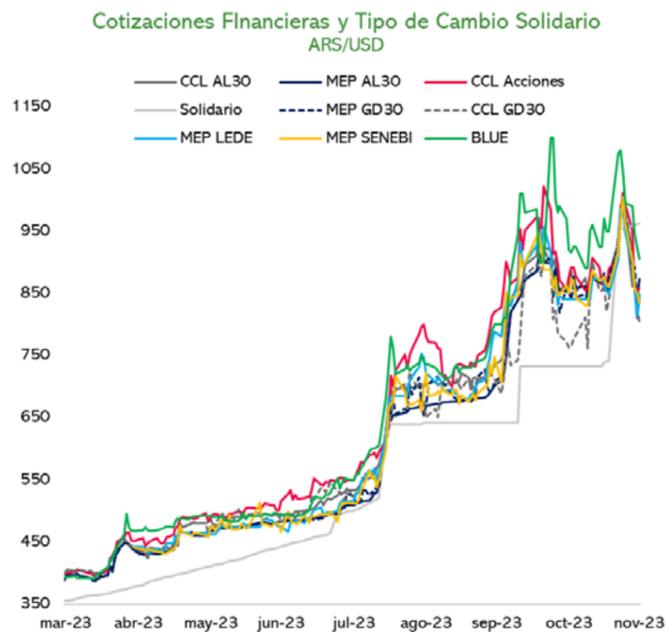
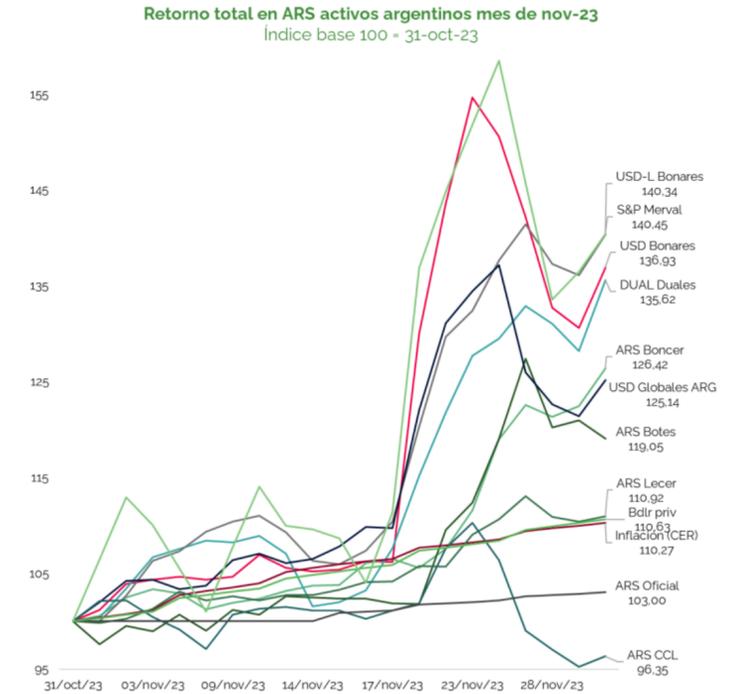
## Los dólares financieros a la baja. ¿Hasta dónde llega la apreciación del peso?

Uno de los desequilibrios macroeconómicos más apremiantes para que la administración Milei tiene como desafío solucionar (si no el más importante) es la salida del cepo cambiario. Al problema de la salida del cepo se le suma que el tipo de cambio oficial quedó apreciado en términos históricos: a un dólar de ARS 360 la Argentina es muy cara y requiere una devaluación de la moneda. El actual Gobierno ha ido intentando esquivar la devaluación a través de esquemas diferenciales extendidos a cada vez más bienes, durante menos tiempo, pero con tipos de cambio cada vez más altos.

Luego de 5 versiones del "dólar soja" se tuvo el dólar "70/30" y finalmente el actual y vigente dólar "50/50" que arroja un tipo de cambio de liquidación para exportaciones de alrededor de ARS 600. Creemos que los dólares financieros (CCL, MEP e incluso el dólar blue) cayeron por las liquidaciones de exportaciones en el esquema 50/50.

Lógicamente también bajaron en pesos los activos atados a estas cotizaciones (Cedears, ONs hard dólar) y en menor medida, contrarrestado por una importante suba en dólares, las acciones y bonos hard dólar argentinos.

**El retorno total en ARS** por activo muestra que, en el mes de noviembre, el CCL cayó nominalmente en ARS punta a un 3,6% siendo el único asset class que rindió negativo en la medición en ARS. Solo el dólar oficial y el CCL rindieron menos que la inflación (CER) y el resto de los activos mostró un incremento significativo medido en ARS y en USD en el mes de nov-23, liderados por el Merval +40,4%, los bonos dólar linked +40,3%, y los bonos argentinos en USD ley doméstica (Bonares) +36,9%.



**El retorno total en USD** de nov-23 mostró incrementos de hasta 45% del Merval, bonos dólar linked y Bonares. Los activos en pesos también rindieron un 15% en dólares por la apreciación cambiaria (baja del CCL y del oficial en términos reales).

## “Sabiduría y coraje”

Las definiciones de gabinete de Milei, optando por Caputo en el MECON y por otros funcionarios del PRO en distintas áreas dan una mirada de pragmatismo en la búsqueda de resoluciones para los desequilibrios macroeconómicos, dejando de lado algunas de las promesas más radicales (eliminación del BCRA y dolarización) y esquivando al Milei reactivo que observamos antes de las elecciones generales. Ahora la incertidumbre estará en la capacidad de la gestión Milei en resolver los problemas. El presidente electo, luego de su llamada con el Papa, contó que Francisco le habría encomendado enfrentar con "sabiduría y coraje" los próximos desafíos que tendrá la Argentina, a lo que él le contestó que "coraje había demostrado tener al ganar la elección". Es hora de que Milei manifieste tener sabiduría en la etapa de definir los lineamientos de política que, delimitarán en última instancia, su capacidad de éxito o fracaso en la solución de los desequilibrios macroeconómicos que deberá enfrentar su administración. La incertidumbre alrededor de la factibilidad política y social de las decisiones es muy alta y la probabilidad de malos desenlaces del programa económico de estabilización no se redujo en absoluto. En lo discursivo las recetas planteadas por Milei y su equipo parecen seguir un orden correcto para lidiar con los desafíos que apuntan a enderezar los desequilibrios macroeconómicos, pero creemos que todavía faltan muchos detalles para ser optimistas.

