Informe Mensual

28 de septiembre de 2023

A CONTRAMANO DEL AJUSTE

Las últimas semanas han estado caracterizadas por los efectos de la devaluación post PASO y por un Gobierno que ha entrado de lleno en "modo electoral". La notable aceleración de la inflación, resultado de un *pass-through* más alto que lo usual, la implementación de medidas de recomposición de ingresos por parte del Gobierno Nacional y la entrada en vigencia de un nuevo esquema dólar soja (con un BCRA que aun así no ha logrado acumular Reservas) son algunas de las cuestiones que han estado marcando la agenda desde mediados de agosto y que probablemente sigan haciéndolo hasta fines de octubre**.**

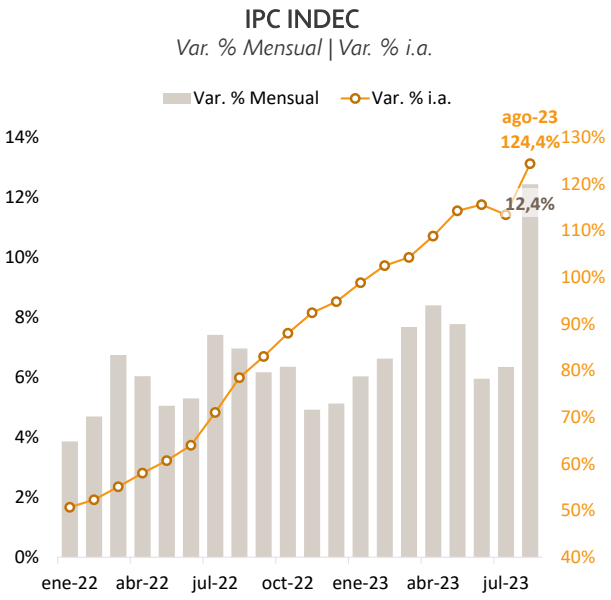
Si bien las devaluaciones suelen traer aparejada una aceleración de la inflación, la novedad de la corrección cambiaria de mediados de agosto es que la velocidad y la magnitud del *pass-through* (el traslado del salto del tipo de cambio a precios domésticos) fueron inusitadas. La aceleración de la inflación deja como consecuencia una veloz apreciación del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), al punto tal que la competitividad cambiaria ganada con el salto del tipo de cambio oficial ya se ha visto erosionada casi en su totalidad.

En paralelo, la brecha cambiaria se mantiene en niveles elevados y el BCRA estaría haciendo esfuerzos por mantenerla acotada mediante la compraventa de títulos valores. No obstante, la brecha viene en ascenso en parte porque las presiones por dolarizar portafolios suelen incrementarse a medida que nos acercamos a las elecciones, en un contexto de oferta creciente de pesos. Además, la capacidad de intervención del BCRA está condicionada por la escasez de divisas, en el marco de una reducción de los saldos exportables remanentes.

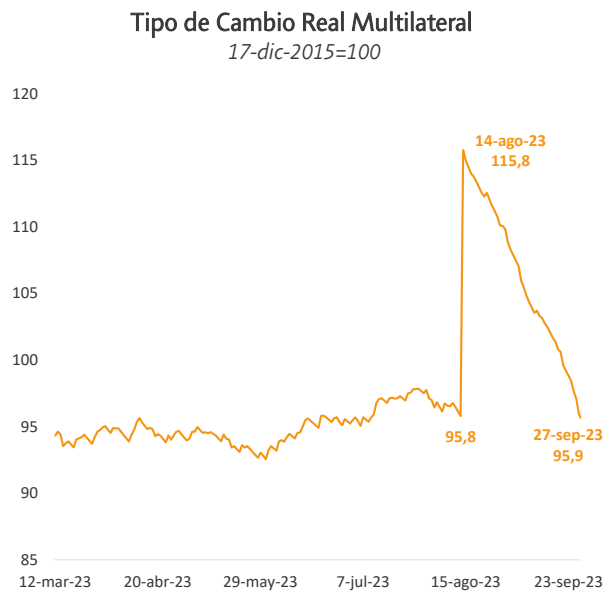
Se da por descontado que las presiones cambiarias perdurarán al menos hasta las elecciones generales, pero ¿qué pasaría después? La política cambiaria luce supeditada al proceso electoral, y todo apunta a que cualquier decisión en este ámbito se tomará una vez conocido el resultado del domingo 22 de octubre, a costa de acumular mayores desequilibrios en el mientras tanto.

Con el ojo puesto en las elecciones, en las últimas semanas el Gobierno viene efectuando anuncios de nuevas medidas que apuntan a recomponer los ingresos de los individuos y las familias. El costo de dichas medidas incrementa la tensión sobre las cuentas fiscales, teniendo en cuenta que su financiamiento probablemente implique mayor emisión, ya sea por vía directa o indirecta.

Nos encontramos a mitad de camino entre las PASO y las elecciones generales y, aunque faltan poco menos de cuatro semanas para el día de los comicios, parecería que todavía estamos lejos. Lo que sí sabemos es que durante las próximas semanas es esperable que los desequilibrios macroeconómicos mencionados continúen intensificándose. El resultado de las elecciones generales será clave para entender lo que vendrá después.



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA



Fuente: Banco Galicia en base BCRA

MÁS NOMINALIDAD, MENOS DIVISAS

Las últimas semanas han estado caracterizadas por los efectos de la devaluación post PASO y por un Gobierno que ha entrado de lleno en "modo electoral". La notable aceleración de la inflación, resultado de un *pass-through* más alto que lo usual, la implementación de medidas de recomposición de ingresos por parte del Gobierno Nacional y la entrada en vigencia de un nuevo esquema dólar soja (con un BCRA que aun así no ha logrado acumular Reservas) son algunas de las cuestiones que han estado marcando la agenda desde mediados de agosto y que probablemente sigan haciéndolo hasta fines de octubre.

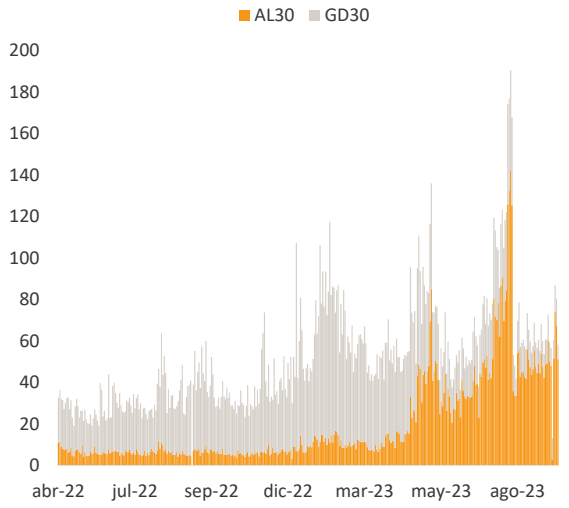
Empezando por la inflación, la corrección que llevó al tipo de cambio de ARS/USD 287,3 a ARS/USD 350 entre el viernes 11 y el lunes 14 de agosto tuvo un marcado correlato en los precios domésticos. **Es cierto que las devaluaciones suelen traer aparejada una aceleración de la inflación, pero la novedad de este episodio particular es que la velocidad y la magnitud del *pass-through* fueron inusitadas.** El dato de inflación general del INDEC marcó un 12,4% mensual en agosto, acelerándose respecto del 6,3% de julio. Vale la pena destacar que la inflación núcleo fue de 13,8%, por lo que la inflación general estuvo contenida por la variación de 8,3%% por parte de los precios regulados y la de 10,7% de los estacionales. Con una suba del tipo de cambio del 22%, estimamos que el *pass-through* de la devaluación a precios fue de más del 30% en tan sólo dos semanas, un traspaso a precios que en devaluaciones previas había tardado al menos tres meses en materializarse.

La aceleración de la inflación deja como consecuencia una veloz apreciación del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), al punto tal que la competitividad cambiaria ganada con el salto del tipo de cambio oficial ya se ha visto erosionada casi en su totalidad. El ITCRM cerró el 27 de septiembre en un nivel de 95,9, tan sólo 0,2% por encima del nivel de 95,8 del 13 de agosto (previo a la corrección del tipo de cambio nominal). De continuar su tendencia actual, el tipo de cambio real llegaría a las elecciones de octubre en un nivel de 86,2, 10,1% por debajo del promedio de entre junio y mediados de agosto.

El contexto internacional también colaboró en esmerilar la competitividad del peso argentino. Tras la reunión del comité de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, el dólar norteamericano se fortaleció en detrimento de las monedas de los países emergentes, incluyendo a las de América

Volumen Operado AL30 + GD30

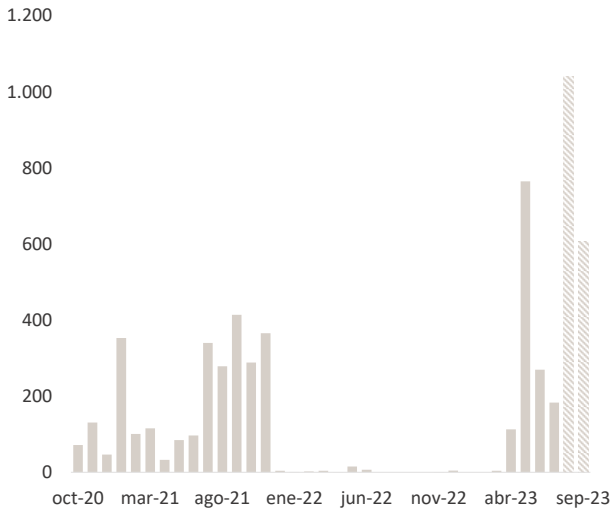
En USD Millones



Fuente: Banco Galicia en base a MAE y BYMA

Intervención BCRA en Cotizaciones Financieras*

En USD M



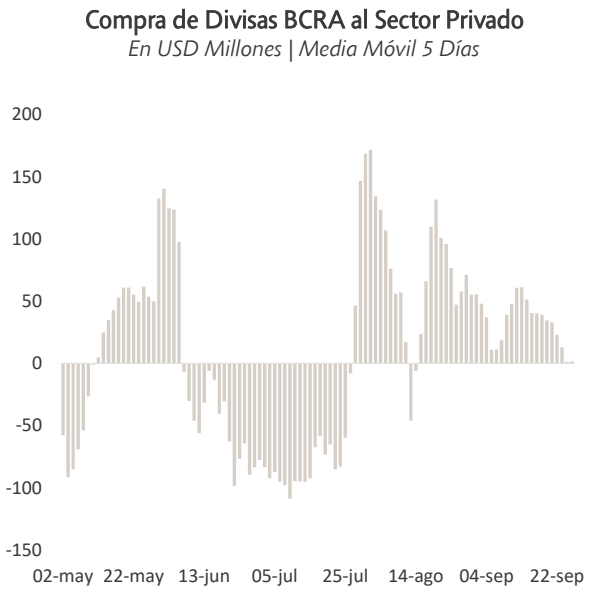
**Compra Títulos Valores Balance Cambiario neto MULC | ago-23 y sep-23 estimados*

Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

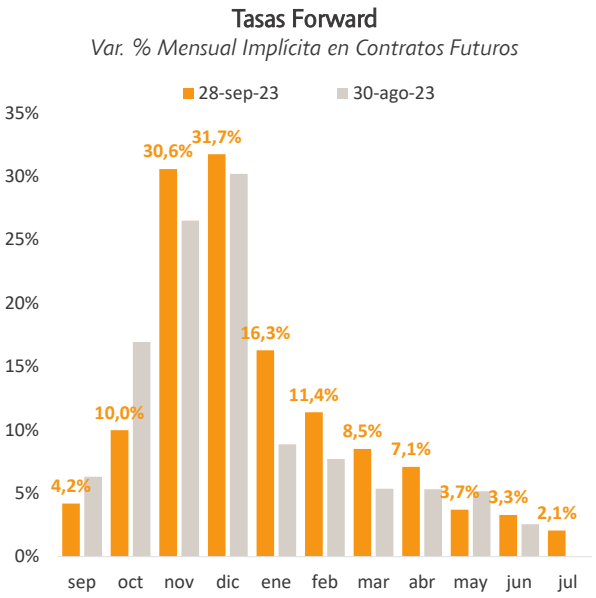
Latina. La reacción de los mercados internacionales se dio a pesar de que la FED mantuvo inalterada la tasa de interés. En realidad, la apreciación del dólar respondió a que el discurso de su presidente Jerome Powell y el último *dot plot* publicado dan indicios de que las tasas se mantendrían elevadas por mayor tiempo que el esperado (*higher for longer*), y que incluso podrían sufrir una nueva suba en la reunión de noviembre. Así, el real brasilero, el peso chileno, el peso mexicano y el sol peruano, entre otras monedas de Latinoamérica, verificaron devaluaciones contra el dólar del orden del 3,0% en los últimos diez días. Como resultado, nuestra competitividad cambiaria ya golpeada por la inflación doméstica sufrió una presión adicional a causa de la dinámica de las monedas de algunos de nuestros socios comerciales.

La devaluación sólo parece haber dejado un mayor nivel de nominalidad en la economía argentina, sin una ganancia de competitividad sostenible. En el mismo sentido, a pesar de la corrección del tipo de cambio oficial, la brecha se mantiene en niveles similares a los pre-PASO, ubicándose por encima del 100%. De hecho, incluso se incrementó tras la devaluación (alcanzando niveles del 130%), alimentada en parte por la incertidumbre asociada al resultado de las primarias y en parte por la ausencia de un ancla fiscal que acompañar la corrección del tipo de cambio. El BCRA estaría haciendo esfuerzos por mantener acotada la brecha cambiaria mediante la compraventa de títulos valores, pero su poder de fuego se circunscribe casi totalmente al tipo de cambio financiero implícito de operar con bonos AL30 y GD30, según se desprende del incremento en el volumen operado de estos bonos. En las últimas semanas, el BCRA ha logrado que la brecha cambiaria del MEP AL30 se mantenga por debajo del 100%, aunque la contrapartida es una caída de Reservas estimada en alrededor de USD 39 M por día (de acuerdo con el factor "Otros" de variación de Reservas neto de cambios en la cotización del oro y del yuan).

El problema es que la entidad monetaria habría vendido alrededor de USD 1.000 M en agosto y cerca de USD 600 M en septiembre para mantener el dólar financiero a raya, y aun así la brecha cambiaria intervenida viene en ascenso. En parte esta tendencia obedece a que las presiones por dolarizar portafolios suelen incrementarse a medida que nos acercamos a las elecciones. La brecha entre el tipo de cambio oficial y el MEP AL30 aumentó de 84,2% a 95,7% entre principios de agosto y fines de septiembre. **A ello se le suman dos circunstancias adicionales: por un lado, una oferta de pesos creciente, con**



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y datos de mercado



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado.

una inyección de liquidez de la mano de las políticas de ingreso implementadas por el Gobierno en las últimas semanas. Por el otro, la capacidad de intervención del BCRA está condicionada por la escasez de divisas, y encuentra su límite en la reducción paulatina de los saldos exportables remanentes.

En este sentido, la liquidación de soja y sus derivados se aceleró durante septiembre, apuntalada por la quinta edición del Programa de Incremento Exportador. Esta versión permitió a los exportadores disponer del 25% de las ventas de oleaginosa, mientras que el 75% restante se liquidó al tipo de cambio oficial. Así, en lo que va del mes el BCRA compró al sector privado un total de USD 520 M con liquidaciones de soja que rondarían los USD 1.900 M, producto de que los embarques de soja recuperaron en septiembre el avance promedio para la época (en agosto se ubicaban 4,3 puntos por debajo del promedio para el mes). Vale la pena destacar que el "dólar soja" no se extendería a octubre, mes a partir del cual el ministro de Economía anunció esta semana que se implementará un esquema diferencial similar, pero para las exportaciones de hidrocarburos provenientes de la cuenca Vaca Muerta. Según estimaciones del Gobierno, la liquidación de divisas del sector ascendería a USD 1.200 M.

A pesar de la perspectiva de que continúe habiendo cierto ingreso de divisas vía liquidación de exportaciones, las evidentes dificultades para acumular Reservas, el atraso cambiario y la reciente moderación en las compras del BCRA (en la última semana sólo adquirió USD 1 M por día, contra los USD 39 M promedio de las primeras semanas de septiembre) siembran dudas respecto de la sostenibilidad del actual tipo de cambio. **El mercado de futuros refleja estas preocupaciones, con las tasas *forward* de los contratos de dólar en ROFEX mostrando variaciones implícitas de 10,0%, 30,6% y 31,7% para octubre, noviembre y diciembre, respectivamente.** Se da por descontado que presiones cambiarias perdurarán al menos hasta las elecciones generales, pero ¿qué pasaría después? La política cambiaria luce supeditada al proceso electoral, y todo apunta a que cualquier decisión en este ámbito se tomará una vez conocido el resultado del domingo 22 de octubre, a costa de acumular mayores desequilibrios en el mientras tanto.

LLUVIA DE ANUNCIOS

Con el ojo del Gobierno puesto en las elecciones, en las últimas semanas los anuncios de nuevas medidas que apuntan a recomponer los ingresos de los individuos y las

familias han sido noticia prácticamente todos los días. A lo largo del último mes, el ministro de Economía ha ido comunicando el otorgamiento de bonos y transferencias de diversa índole a jubilados, beneficiarios de asignaciones familiares y de distintos planes sociales, empleados del sector público y privado, trabajadores del sector informal, monotributistas y desocupados. A ello se le suma el aumento del Mínimo No Imponible para determinar el pago del Impuesto a las Ganancias a 15 veces el Salario Mínimo Vital y Móvil, equivalente hoy a ARS 1.770.000, lo cual dejaría fuera del pago a unos 800.000 individuos. Adicionalmente, se implementó una devolución temporaria del Impuesto al Valor Agregado sobre las compras de bienes de la canasta básica para jubilados, beneficiarios de planes sociales, cierto grupo de empleados en relación de dependencia y de monotributistas, entre otros.

De acuerdo con nuestros cálculos, la extensa serie de medidas tendría un costo de alrededor de 1,1% del PBI sobre las cuentas fiscales del Gobierno Nacional. Otra parte del costo recaerá sobre las provincias, habida cuenta de que el Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado contienen un componente de coparticipación automática. Respecto de la presión sobre las cuentas del Sector Público Nacional No Financiero, la mayoría de las medidas no tuvieron como contrapartida una nueva fuente de ingreso (o una reducción en otra línea del gasto), por lo que se espera que presionen sobre el resultado fiscal de este año que ya estimamos en alrededor del 3,0% del PBI. Hay una única excepción: ayer se comunicó el cobro de un Impuesto a las Ganancias extraordinarias a entidades financieras, que será utilizado para financiar el refuerzo de ARS 94.000 en dos cuotas de ARS 47.000 para trabajadores informales anunciado esta semana.

Lo más probable es que el grueso de las medidas se financie mediante la emisión monetaria, ya sea por vía directa o indirecta. En el caso de que se utilicen Adelantos Transitorios del BCRA para financiar al Tesoro, si bien la meta del FMI no permitiría un nuevo giro (se está al límite de lo acordado), en términos normativos quedaría un remanente de alrededor de ARS 1,4 Bn por transferir. Respecto de la emisión indirecta, el BCRA continúa comprando títulos en el mercado secundario, favoreciendo el *rollover* de la deuda pública, que promedia el 152% en lo que va del año. De hecho, en el mes de septiembre el Tesoro logró recaudar un total de ARS 1,2 Bn en las tres licitaciones del mes (la primera no estaba contemplada en el cronograma original). Parte de los pesos obtenidos este mes

Costo Fiscal de Medidas Post PASO

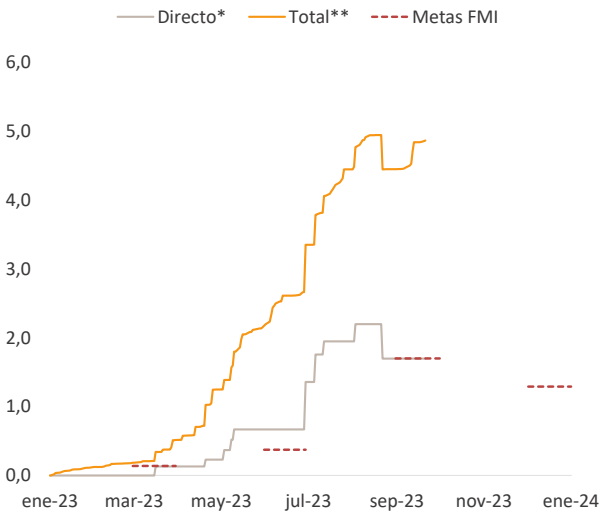
En ARS Millones | En % PBI

Medidas			*Costo Fiscal SPNF*	
Beneficio	**Descripción**	**Cant. Beneficiarios**	**En ARS M**	**En % del PBI**
Bono Jubilados	Bono ARS 37.000 x 3 meses	4.390.000	487.000	0,27%
Monotributo	Diferimiento componente impositivo por 6 meses	2.180.000	10.000	0,01%
Trabajadores de Casas Particulares	Refuerzo ARS 25.000	468.000	5.800	0,00%
Privados	Refuerzo de ARS 60.000	5.500.000	165.000	0,09%
Públicos	Refuerzo ARS 60.000	390.000	23.400	0,01%
Tarjeta Alimentar	Refuerzo Según Cant. Hijos	2.430.000	70.300	0,04%
Potenciar Trabajo	Refuerzo ARS 20.000	1.211.000	24.200	0,01%
Reducción IIGG	Salarios hasta ARS 1.770.000 (15 veces SMVM)	800.000	183.100	0,10%
Devolución IVA	Tope hasta ARS 18.800	21.640.000	485.200	0,27%
Previaje 5	Reintegro 50% tope hasta ARS 100.000	500.000	50.000	0,03%
Bono Alimentos PAMI	Bono ARS 15.000 por 2 meses	3.000.000	135.000	0,07%
Autónomos	Prórroga IVA + Act. Mínimo no Sujeto a Ret. IIGG	701.000	55.000	0,03%
Bono Prestaciones Desempleo	Bono ARS 10.000 por 2 meses	65.000	1.300	0,00%
Bono Trabajadores Informales	Bono ARS 47.000 por 2 meses	3.000.000	282.000	0,15%
TOTAL			**1.977.200**	**1,1%**

Fuente: Banco Galicia en base a MECON y Ministerio de Trabajo

Financiamiento Acumulado de BCRA

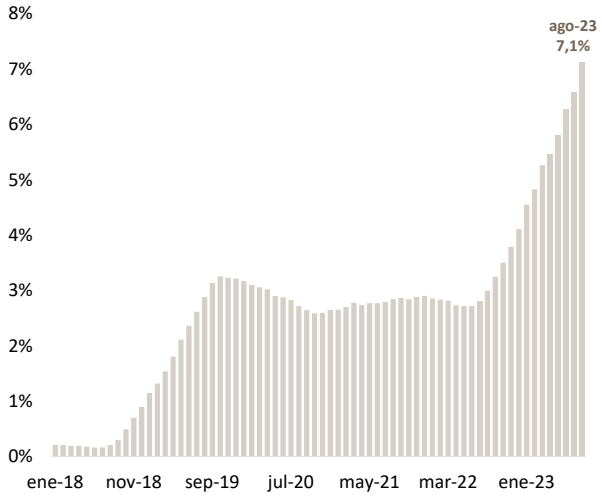
En ARS Billones



**Adelantos Transitorios + Utilidades | **AT + Utilidades + Compras Merc. Secundario*

Fuente: Banco Galicia en base a BCRA, datos de mercado y FMI

Intereses Devengados por Pasivos Remunerados BCRA
En % del PBI



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA, INDEC y estimaciones propias

todavía permanece en la cuenta corriente del Tesoro en el BCRA, por lo que la base monetaria aún no se ha incrementado. No obstante, en cuanto se empiecen a pagar los bonos y transferencias anunciados, estos pesos sí se volcarán a la economía. En vista de que la demanda de dinero no acompaña el incremento de la oferta de pesos (por el contrario, la demanda de dinero viene en caída, ubicándose actualmente en torno al 12,4% del PBI), la entidad monetaria deberá continuar esterilizando su emisión. El *stock* de pasivos remunerados ya asciende a alrededor del 13,9% del PBI, y equivale a 292% de la base monetaria y a 72,9% de los depósitos en pesos del sector privado.

La expansión exógena del saldo de LELIQ y pases, consecuencia de esterilizar la emisión para evitar presiones *extra* sobre la inflación y el tipo de cambio, ha dado lugar a un creciente déficit cuasifiscal que se eleva a 7,1% del PBI. **Con un rojo primario de 3,0% y el pago de intereses por 1,9% del PBI, el año que viene será desafiante.** El equilibrio primario podría alcanzarse mediante el ajuste del gasto, una mejora en los ingresos o una combinación de ambos. Por ejemplo, se asume que Milei propiciaría un ajuste del gasto, mientras que Massa parecería inclinarse por una mejora de la recaudación, enfocándose en el gasto tributario. El Proyecto de Ley de Presupuesto 2024 enviado al Congreso recientemente detalla en una *separata* qué gasto tributario generan las exenciones, las alícuotas reducidas y los regímenes de promoción económica, además de listar otros beneficios no incluidos en los gastos tributarios, con la intención de que el Congreso los revise y eventualmente reduzca.

De todos modos, el panorama del año que viene aún es altamente incierto. Nos encontramos a mitad de camino entre las PASO y las elecciones generales y, aunque faltan poco menos de cuatro semanas para el día de los comicios, parecería que todavía estamos lejos. Lo que sí sabemos es que durante las próximas semanas es esperable que los desequilibrios macroeconómicos mencionados continúen intensificándose. El resultado de las elecciones generales será clave para entender lo que vendrá después.

Economista Jefe

Diego Chameides

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Research

Florencia Bazet

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Agustín Berasategui

agustin.berasategui@bancogalicia.com.ar

Iván D'Agostino

ivan.dagostino@bancogalicia.com.ar

Strategy

Luis María Vicien

luis.vicien@bancogalicia.com.ar

Rodrigo Pereyra

rodrigo.pereyra@bancogalicia.com.ar

Daiana Olivera

daiana.olivera@bancogalicia.com.ar

Tomás Ruiz Palacios

truiz@bancogalicia.com.ar

Leonardo Torres Barsanti

leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar

Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U. y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas.

Galicia