Informe Mensual

27 de diciembre de 2023

PRIMEROS PASOS

El 2023, marcado por una economía subordinada a los tiempos de la política y al proceso electoral, termina con un nuevo Gobierno. **Desde el principio, el presidente Milei ha hecho hincapié en la urgente necesidad de corregir los desequilibrios macroeconómicos acumulados, y ya se han empezado a tomar medidas en esta dirección**. De acuerdo con los anuncios de las últimas dos semanas, el principal objetivo del Gobierno sería eliminar el déficit del sector público, a la par que se busca corregir los desequilibrios macroeconómicos acumulados en el "mundo dólares" y en el "mundo pesos".

Para corregir el problema de la escasez de dólares, el nuevo Gobierno incrementó el tipo de cambio oficial, dando lugar a un salto de la competitividad cambiaria que alcanzó niveles máximos desde 2006. Como resultado, el BCRA ha logrado volver a comprar divisas, acumulando reservas nuevamente. Adicionalmente, se ha comenzado a regularizar el acceso al mercado de cambios para el pago de nuevas importaciones, a la par que se está lanzando un bono en dólares emitido por la entidad monetaria para descomprimir la deuda acumulada durante los últimos dos años entre los importadores locales y sus proveedores del extranjero.

Para abordar el exceso de pesos en la economía, **el BCRA modificó el instrumento de política monetaria y recortó la tasa de referencia, que ante la expectativa de una aceleración de la inflación se ubica en terreno real negativo**. Además, el bono para importadores permitiría reducir parte de los pasivos monetarios emitidos por el BCRA. En paralelo, el Tesoro está llevando a cabo licitaciones de títulos públicos, empleando lo recaudado para recomprar títulos en manos del BCRA. Esto ayudará a sanear la hoja de balance de la entidad monetaria y permitirá sincerar el déficit cuasifiscal.

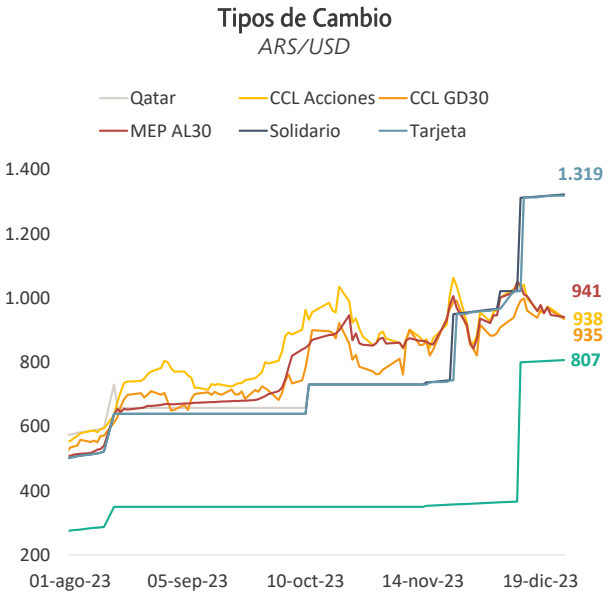
El exceso de pesos tiene su origen en la monetización del déficit de las cuentas públicas. El nuevo Gobierno anunció que buscará alcanzar el equilibrio financiero durante 2024, por lo que **cesarían las necesidades de financiamiento del Tesoro y se eliminaría la dominancia fiscal sobre el BCRA. Para ello, durante el próximo año el Gobierno implementará recortes en el gasto e incrementos de impuestos al comercio exterior.**

Los próximos meses serán clave. Por un lado, el mercado estará pendiente de que **el resultado fiscal sea congruente con el cumplimiento del objetivo de equilibrio financiero. Además, se pondrá a prueba la tolerancia de la población a las medidas de ajuste**, ya que la corrección de desequilibrios macroeconómicos tendrá un impacto negativo sobre el salario real y el consumo en el corto plazo. Por último, habrá que ver qué grado de gobernabilidad tiene el nuevo Gobierno para lidiar con las tensiones que surjan con los diferentes actores de la política y para alcanzar consensos.

ESTRENANDO EL PODER

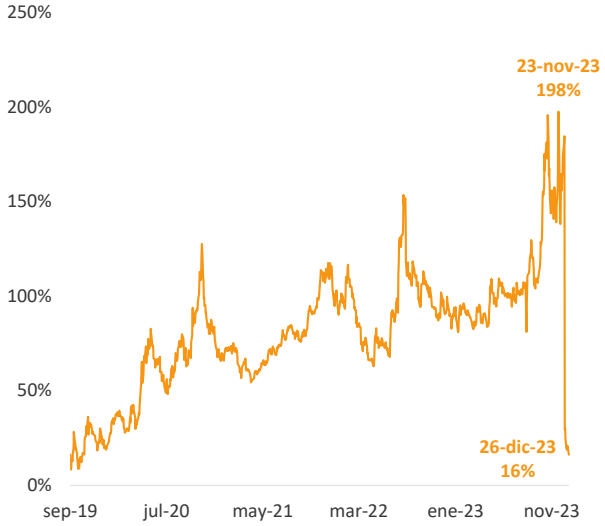
El 2023, marcado por una economía subordinada a los tiempos de la política y al proceso electoral, termina con un nuevo Gobierno. El cambio de mando se inauguró con un discurso en el cual el flamante Presidente Javier Milei detalló la serie de desequilibrios macroeconómicos heredados, manifestando la urgente necesidad de corregirlos. El consenso generalizado era que el recién estrenado Gobierno adoptaría medidas cuanto antes, y así fue. El martes 12 de diciembre por la noche, pocos días después de la asunción del nuevo presidente (y tras dos ruedas de virtual feriado cambiario, a causa de la paralización de las operaciones en el mercado de cambios), el nuevo ministro de Economía Luis Caputo anunció las primeras medidas del Gobierno. **El principal objetivo de la administración Milei es eliminar el déficit del sector público, a la par que se busca corregir los desequilibrios macroeconómicos acumulados en el "mundo dólares" y en el "mundo pesos".** Entre las medidas anunciadas se incluyó un ajuste del tipo de cambio oficial, la reducción en el número de ministerios, el recorte del gasto público nacional en partidas como obra pública, subsidios económicos y transferencias discrecionales a provincias y la suba provisoria del impuesto PAIS a las importaciones y de retenciones a las exportaciones.

En detalle, el tipo de cambio oficial subió 118%, pasando de ARS/USD 366,6 a ARS/USD 800, lo que equivale a una devaluación de 54,2%. Este ajuste fue posteriormente acompañado por una suba diaria del tipo de cambio de alrededor del 0,07%, equivalente a una variación del 2% en términos mensuales. Como resultado del ajuste inicial, el Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) dio un salto discreto desde 77,3 a 168,0 entre el 12 y 13 de diciembre (índice 17-dic-15 = 100), ubicándose en su máximo nivel desde mayo de 2006. Como referencia adicional, el pico de la salida de la convertibilidad alcanzado el 25 de junio de 2002 había llegado a un ITCRM de ARS/USD 994,4 a precios del 13 de diciembre, 24,3% por encima de los ARS/USD 800 del salto cambiario de hace dos semanas. Como resultado de la devaluación, la brecha cambiaria se retrajo desde 184,5% a 29,3% el primer día tras el ajuste del tipo de cambio oficial. Adicionalmente, las cotizaciones financieras retrocedieron en los días subsiguientes (con el CCL ADR cayendo 9,9% entre el 14 y el 26 de diciembre), por lo que brecha cambiaria continuó moderándose, tocando un mínimo de 16,3% en la rueda de ayer. A pesar haber caído en el margen, en términos reales el CCL continúa ubicándose en niveles superiores a los del *overshooting* de la salida de la convertibilidad.



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

Brecha Cambiaria
En % | CCL ADR vs. FX Oficial



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

Déficit Primario Sector Público Nacional
En % PBI

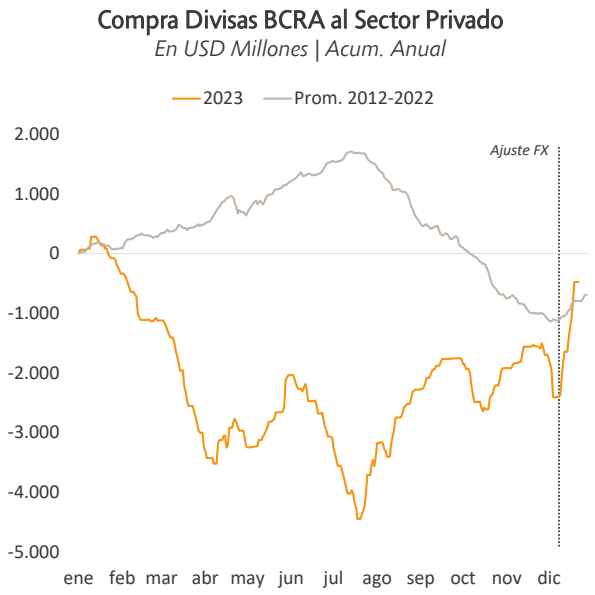
	En % PBI
Rdo. Primario 2023	**-3,0%**
Reforma II.GG.	-0,4%
Retenciones DGA	-0,3%
Normalización Cosecha	0,7%
Inercia Rdo. Primario 2024	**-3,0%**
Intereses	-2,2%
Inercia Rdo. Financiero 2024	**-5,2%**
Ingresos Adicionales 2024	**2,2%**
Impuesto PAIS (17,5%)	0,8%
Retenciones Adicionales (15%)	0,5%
Reversión Reforma II.GG.	0,4%
BB.PP. + Moratoria + Blanqueo	0,5%
Ajuste Gastos 2024	**-3,2%**
Jubilaciones y Pensiones	-0,4%
Transf. Corrientes a Prov.	-0,5%
Subsidios Económicos	-0,7%
Gasto de Capital	-0,7%
Programas Soc. con Intermediario	-0,4%
Gastos Operativos	-0,5%

Fuente: Banco Galicia en base a MECON

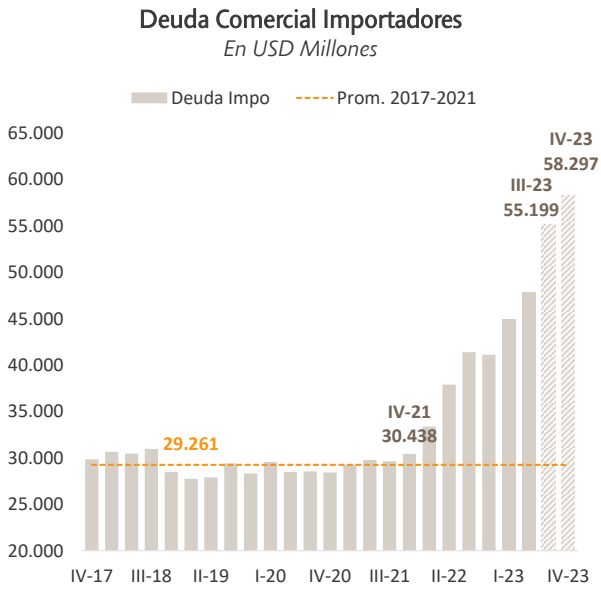
Uno de los factores detrás de la caída del CCL podría ser el ancla fiscal anunciada por el nuevo Gobierno. En este sentido**, el ministro de Economía anunció que en 2024 se buscará alcanzar un resultado fiscal financiero equilibrado.** Esto implica que deberá lograrse un **superávit primario tal que permita cubrir el pago de intereses en 2024**, estimado en 2,2% del PBI. Según lo comunicado por el ministro Caputo, el equilibrio financiero sería alcanzado mediante una serie de recortes al gasto, combinados con ciertas medidas para estimular los ingresos vía una mayor recaudación tributaria. Por caso, el ministro de Economía anunció el la implementación provisoria del Impuesto PAIS a las importaciones a 17,5%, a la par que las retenciones de las exportaciones no agropecuarias se incrementarán a 15%. La excepción serán las economías regionales (cuya alícuota continuará siendo 0%) y los derivados de la soja (cuyas retenciones se incrementaron a 33%, la misma que la de los porotos de soja).

Además, se anunció que **durante este año se recortarán partidas del gasto tales como subsidios económicos, gasto de capital** (suspendiendo obras licitadas, pero no comenzadas, y frenando la licitación pública de nuevos proyectos) **y transferencias discrecionales de la Nación a las provincias**. Estos recortes no necesitan el visto bueno del Poder Legislativo, aunque podrían implicar dificultades para aprobar otras medidas que sí tienen que ser debatidas en el Congreso; esto aplica particularmente para el caso de las transferencias a las provincias, cuyo peso sobre el PBI asciende a 1,1% (sumando transferencias corrientes y de capital). Respecto de la reducción de los subsidios económicos, si bien todavía no se han dado a conocer las fechas precisas en las cuales se incrementarían las tarifas de los servicios públicos, ya existe un llamado a audiencia para revisar los precios del gas a principios de enero. El ministro de Economía afirmó que el gasto en subsidios económicos, que actualmente ronda los 2,1 puntos del producto, sería reducido en el lapso de tres años a razón de un tercio por año. Así, el ajuste propuesto para 2024 sería de 0,7 puntos del PBI.

Como resultado de las primeras medidas tomadas por el Gobierno, **el BCRA logró acumular compras por alrededor de USD 2.100 M al sector privado** entre el miércoles 13 y el martes 26 de diciembre, más que compensando las ventas de la primeras dos semanas del mes. Vale la pena mencionar que durante las últimas dos semanas se habrían liberado limitados pagos de importaciones, a pesar de que el Gobierno anunció una regularización del flujo de pago de nuevas importaciones, junto con la eliminación de las licencias no automáticas y la implementación de un nuevo Sistema Estadístico de



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

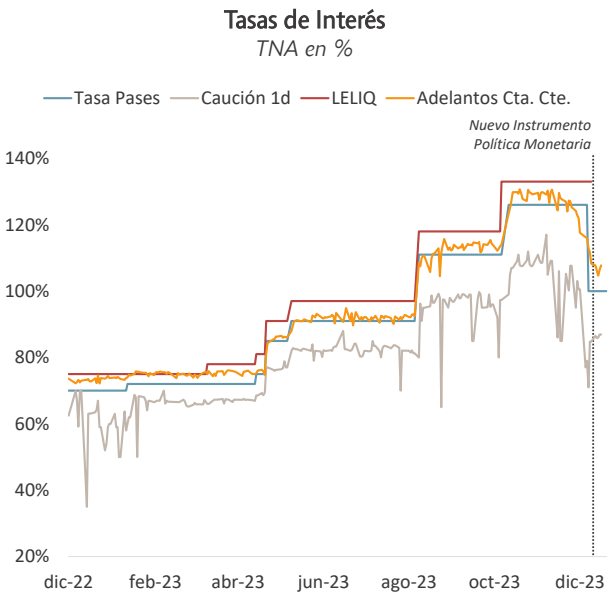


Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

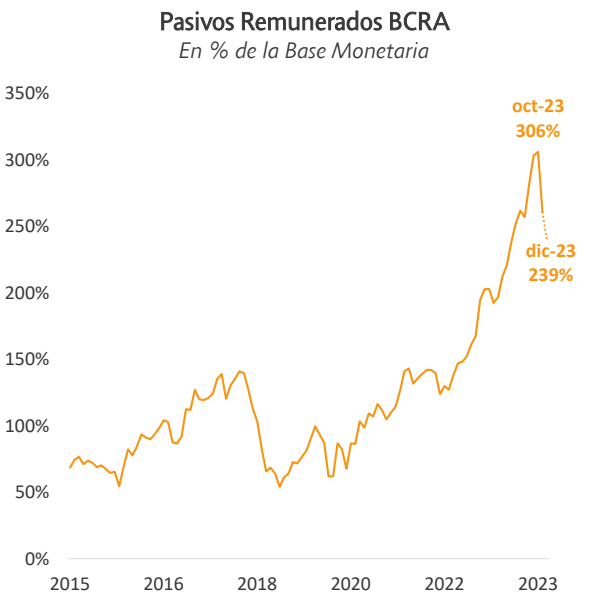
Importaciones (SEDI) en reemplazo del anterior Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA). En detalle, el 13 de diciembre, el BCRA publicó una comunicación que establece cómo será el acceso al mercado de cambios según cada rubro. Podrán realizar el pago inmediato los combustibles y la energía eléctrica, mientras que los pagos de los productos e insumos farmacéuticos, otros bienes relacionados con la atención de la salud y fertilizantes podrán efectuarse a partir de los 30 días corridos desde su registro de ingreso aduanero. Para autos terminados y otros bienes finales, el plazo será de 180 días. Para el resto de los bienes, el pago podrá ser realizado en cuatro partes iguales a distribuirse en 30, 60, 90 y 120 días corridos. A medida que se regularice el acceso al mercado de cambios para importadores, la capacidad de acumulación de Reservas del BCRA podría verse reducida.

Mientras se regulariza el acceso al mercado de cambios por parte del sector importador, las compras netas al sector privado estarían apuntaladas por la ausencia de ventas de divisas. No obstante, **en los próximos meses debería verse un incremento en la demanda de dólares para el pago de nuevas importaciones (es decir, una recuperación del flujo), lo que puede reducir el ritmo al cual el BCRA compra divisas.** La capacidad de continuar incrementando el *stock* de reservas de la entidad monetaria será crucial dada la necesidad de dólares del Gobierno en los próximos meses, por lo que **será clave sostener la competitividad del tipo de cambio.** Por ejemplo, en los primeros días de enero el Tesoro tendrá que pagar intereses por los títulos reestructurados en septiembre de 2020, con casi USD 1.100 M en manos de privados. También descomprimiría que continúe avanzándose en las negociaciones con el FMI para reflotar el Extended Fund Facility y, así, los desembolsos remanentes que se utilizarían para calzar con los vencimientos del Stand-By Agreement. Vale la pena mencionar que la semana pasada se efectuó un pago de capital al FMI por un valor aproximado de USD 920 M, realizado mediante un préstamo puente proveniente del Banco de Desarrollo de América Latina (ex Cámara Andina de Fomento).

En paralelo, **el BCRA lanzó un instrumento para ofrecer a los importadores para encarar el problema de un extraordinario *stock* de deuda en moneda extranjera en un contexto de falta de dólares.** En los últimos dos años, las crecientes dificultades para acceder al mercado de cambios por parte de los importadores habían llevado a posponer pagos de manera obligatoria, por lo que la deuda comercial se duplicó y pasó de un promedio de USD 29.000 M entre 2017-2021 a más de USD 58.000 M a octubre (faltando computar noviembre y



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado



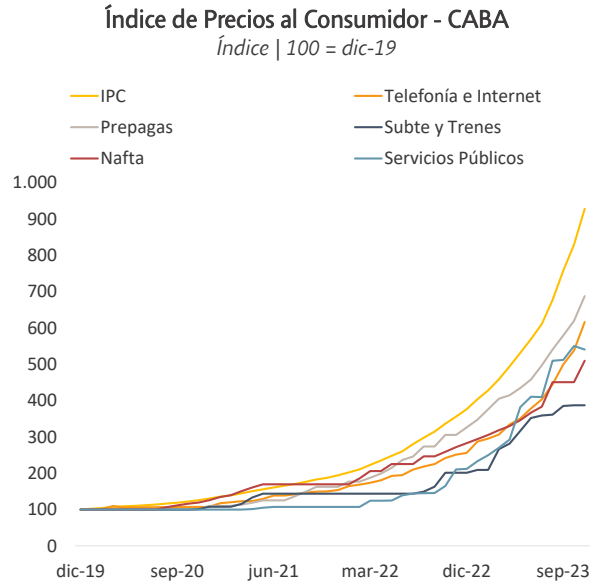
**Incluye LELIQ + LEBAC + Pases*

Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

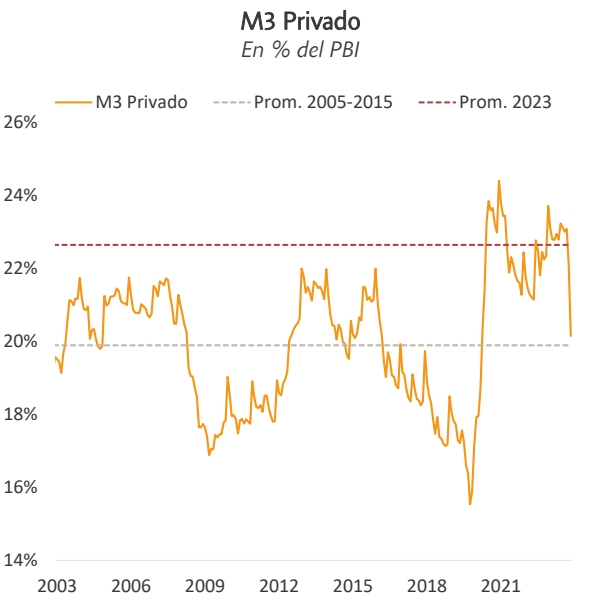
diciembre). Esta semana se efectuará la primera licitación de los nuevos Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL). Estos títulos son emitidos por el BCRA, pagaderos en dólares y podrán suscribirse en pesos al tipo de cambio oficial por aquellos importadores que tengan deuda comercial acumulada hasta el 12 de diciembre de 2023. Según la entidad monetaria, "el bono ofrece a los importadores la posibilidad de adquirir estos instrumentos con la liquidez en pesos que tienen a disposición para hacer frente a sus compromisos con el exterior, recibiendo a cambio un flujo de divisas cierto por parte del BCRA". En otras palabras, **mediante el BOPREAL la entidad monetaria podría comenzar a ordenar la situación de los importadores de cara a sus proveedores del exterior.**

En paralelo, el BOPREAL busca reducir los desequilibrios acumulados en el "mundo pesos": el *money overhang* resultante de la emisión de dinero en los últimos años en una economía con restricciones cambiarias. Milei, en las primeras entrevistas que concedió tras ser elegido presidente, se refirió al "problema de las LELIQ" (con un saldo de pasivos remunerados que llegó a representar un pico de tres veces la base monetaria en octubre) como uno de los más urgentes a resolver. La incógnita respecto del cómo se encararía esta solución se develó durante la primera semana del nuevo Gobierno, momento en que el rendimiento de los pases fue recortado de 126% a 100%, por lo que la tasa efectiva anual de los mismos se retrajo de 251,78% a 171,46%. Esto motivó que las entidades financieras volvieran a tener apetito por LELIQ, cuyo saldo había caído en la última semana de noviembre y primera de diciembre, fenómeno motivado por un deseo de mayor liquidez ante la incertidumbre generada por las primeras declaraciones del entonces presidente electo. No obstante, en la primera licitación de LELIQ del nuevo Gobierno el BCRA sólo renovó el total de vencimientos, dejando fuera al 80% de las ofertas. Posteriormente, la entidad monetaria comunicó que dejaría de licitar LELIQ a la par que anunció que la tasa de pases pasivos a un día pasaría a ser la nueva tasa de referencia de la política monetaria.

En este contexto de abundante liquidez, el Ministerio de Economía logró captar ARS 2 billones en su primera licitación de Letras a un mes. Estos títulos cuentan con un *put* de liquidez del BCRA, pueden ser utilizados para integrar encajes y no se incluyen en el cálculo del límite de exposición al Sector Publico por parte de las entidades financieras. Estas características convierten a estas nuevas Ledes en sustitutos casi perfectos de las LELIQ, aunque con una liquidez mayor al operar en el mercado secundario. La totalidad del monto obtenido por



Fuente: Banco Galicia en base a IPCBA y CECHA

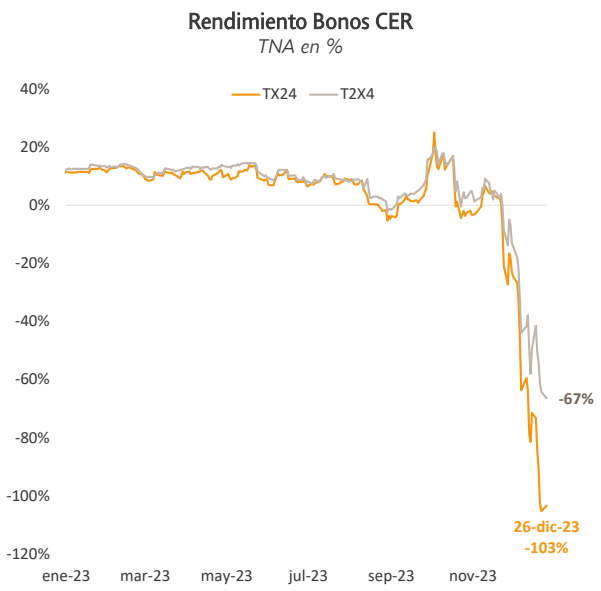


Fuente: Banco Galicia en base a BCRA e INDEC

Economía en esa licitación se destinó a la compra de títulos públicos en poder del BCRA, reabsorbiendo así los pesos que la entidad monetaria había liberado al dejar extinguir las LELIQ. De esta forma, se inició el proceso de conversión del déficit cuasifiscal en déficit fiscal, reemplazando deuda del BCRA por deuda del Tesoro. Probablemente, veamos nuevas rondas de esta estrategia en las próximas semanas, intentando captar ya no sólo el *stock* remanente de LELIQ sino también una parte relevante de los pases pasivos.

A su vez, la tasa mínima para los depósitos a plazo fue recortada a 110%, lo que implica una tasa negativa ante la aceleración de la inflación que ya se está verificando en diciembre y que seguirá vigente al menos en los primeros meses del año. **Esta aceleración de la inflación responde principalmente a un realineamiento generalizado de precios relativos, luego de un largo periodo de atraso en numerosos productos y servicios y en el tipo de cambio oficial**. Ante el cambio de Gobierno, en las últimas semanas se vio un sinceramiento de la inflación reprimida vía incrementos en los precios de los combustibles, carne, peajes, productos de la canasta básica (especialmente en el caso de los bienes incluidos en el programa Precios Justos). Estos aumentos se combinarán también con el *passthrough* de la devaluación a los precios domésticos y con el incremento de las tarifas de los servicios públicos, por lo que durante el verano se verán tasas de inflación en torno al 25% mensual.

El recorte de tasas nominales en un contexto de aceleración de la inflación lleva a la conclusión de que las primeras medidas en el frente monetario parecen apuntar a una licuación del exceso de pesos que hay en la economía argentina; exceso de pesos que resultó de la monetización de un persistente déficit fiscal durante los últimos cuatro años. ¿De cuánto es el *money overhang* de la economía argentina? A modo de ejemplo, durante el año 2023, el M3 privado (agregado que comprende el circulante en poder del público y depósitos del sector privado en pesos) promedió el 22,6% del producto, 2,7 puntos por encima del promedio del período 2005-2015. Con un dólar valuado en ARS/USD 800, este "exceso" de pesos equivaldría a USD 6.000 M. De contar con las divisas, el BCRA podría haber absorbido el *money overhang* vendiendo los pesos a cambio de dólares. Pero justamente el problema que hereda el nuevo Gobierno es que, si se netean todos los pasivos de corto plazo del BCRA, la cuenta de Reservas da negativo (alrededor de USD -11.300 M al 7 de diciembre, último dato antes del cambio de mando).



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

De este modo, parte de la solución al exceso de pesos vendrá de la mano de **una tasa real fuertemente negativa durante algunos meses.** Otra parte vendrá de la mano de la **absorción de pesos que se logre gracias a la colocación del bono a importadores**, cuyo monto máximo de colocación aún no está definido. Lo que sí fue establecido mediante el Decreto 72/2023 es el monto máximo del BOPREAL que podrá ser utilizado para el pago de obligaciones tributarias y aduaneras vencidas, fijado en USD 3.500 M. Asumiendo que se licitan bonos por al menos este total y valuando dicho monto al tipo de cambio del 27 de diciembre (ejercicio meramente teórico, teniendo en cuenta que licitará el bono dos veces por semana a lo largo de varios meses), el BCRA absorbería ARS 2,8 billones, 11,4% de los pasivos remunerados o 31% de la base monetaria. De licitarse BOPREAL por USD 10.000 M, la absorción de pesos por parte de la entidad monetaria podría ascender a 32,7% de los pasivos remunerados y 89% de la base monetaria.

Los próximos meses serán clave. Por un lado, porque **el mercado estará pendiente de que el resultado fiscal es congruente con el cumplimiento del objetivo de equilibrio financiero**. Además, **en ese tiempo se pondrá a prueba la tolerancia de la población a las medidas de ajuste**, ya que la corrección de desequilibrios macroeconómicos tendrá un impacto negativo sobre el salario real y el consumo en el corto plazo. La estrategia de efectuar correcciones rápidamente es que tras su implementación puede empezar a evidenciarse un proceso veloz de desaceleración de la inflación, **pero se corre el riesgo de que el alivio tarde más en llegar de lo que la sociedad está dispuesta a tolerar.** En paralelo, es esperable que surjan y se intensifiquen tensiones con diferentes actores dentro del ámbito político, especialmente a medida que se avanza con cambios en el *status quo*. La postura de gobernadores, sindicatos y agrupaciones sociales puede llegar a estar condicionada por el grado de apoyo que se perciba que tiene el Gobierno. Además**, habrá que ver qué grado de cintura política tiene el nuevo Gobierno para alcanzar consensos dentro y fuera del Congreso**. Durante los próximos días la formación de una Comisión Bicameral que establezca la validez del Decreto de Necesidad y Urgencia anunciado la semana pasada y la presentación de una "ley ómnibus" ante el Congreso **serán dos pruebas respecto del grado de gobernabilidad de la nueva administración**.

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.