Informe Mensual

28 de febrero de 2024

TEMPORADA DE AJUSTE

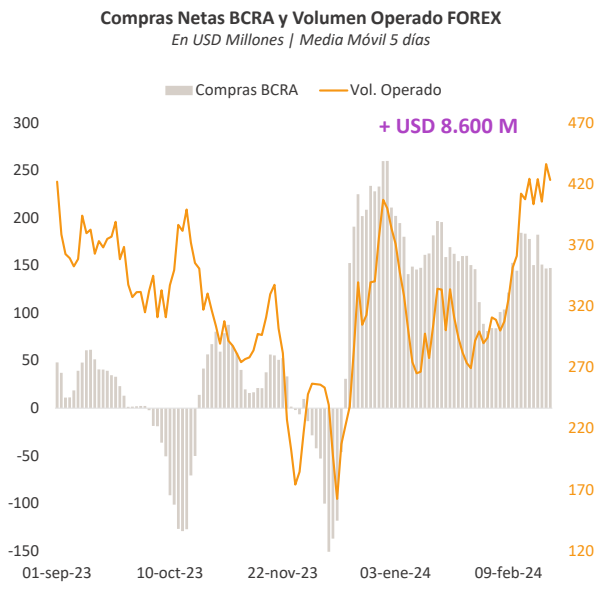
Como suele suceder en cada nueva presidencia, la gestión de Javier Milei comenzó con una **fuerte suba de los niveles de Confianza en el Gobierno**. La nueva administración está utilizando este **capital político extraordinario para implementar una serie de correcciones macroeconómicas** cuyo impacto de corto plazo es negativo en términos de popularidad, pero que se consideran necesarias para estabilizar la macroeconomía argentina.

Tras convalidar una corrección cambiaria, durante los últimos dos meses y medio el BCRA logró comprar alrededor de USD 8.600 M al sector privado, **recomponiendo paulatinamente el nivel de Reservas**. Además, el *stock* de deuda comercial acumulado comenzó a encontrar solución a través del BOPREAL, lo que permitió simultáneamente descomprimir la demanda potencial de divisas y absorber pesos. Adicionalmente, se reflotó el Extended Fund Facility, con nuevas metas cuantitativas y desembolsos. Por último, el recorte de tasas de interés, combinado con la aceleración de la inflación, ha dado lugar a una **caída de los pasivos monetarios en pesos en términos reales**, reduciendo el *money overhang*.

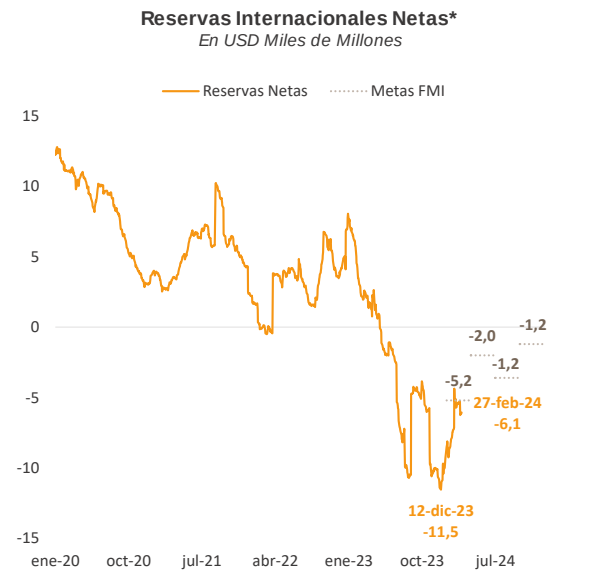
Las correcciones implementadas durante los últimos dos meses y medio **son condición necesaria pero no suficiente para estabilizar la macro** de una economía que no acumula crecimiento significativo desde hace más de diez años y con un sector privado que prácticamente no ha generado empleo e inflación creciente. La sostenibilidad de las correcciones llevadas a cabo durante los últimos dos meses está en gran medida supeditada a que se cumpla con el objetivo de equilibrio fiscal anunciado por el Gobierno.

El primer dato del año fue auspicioso, dado que el resultado fiscal primario de enero fue superavitario. Parte del resultado fue consecuencia del aumento de los ingresos relacionados al comercio exterior. No obstante, la **mayor parte del ajuste se dio por la vía del gasto**, donde se destacó la licuación de jubilaciones y pensiones, que actualizan automáticamente en base a una fórmula que actúa con cierto rezago y se encuentran ajustando por una inflación menor a la actual.

Hacia adelante, **la continuidad del ajuste fiscal vía licuación de gasto social es insostenible, ya que probablemente el capital político se vaya agotando** en la medida en que el deterioro del ingreso real sea más patente. Además, el Gobierno necesita aprobar medidas que permitan flexibilizar la economía para que el rebote económico se consolide. Si no se pudieran asegurar la sostenibilidad del ajuste fiscal o una recuperación veloz de la economía, el rumbo iniciado en diciembre podría verse cuestionado. Para evitarlo, el **Gobierno deberá alcanzar consensos para poder llevar adelante su agenda y superar estos meses de ajuste**, antes de que la caída de la confianza sea demasiado pronunciada y llegue el fin de la "luna de miel".



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y MAE



**Metodología FMI (Reservas Internacionales netas de encajes en USD, swap con China, SEDESA, préstamo BIS y BOPREAL Serie 2)*

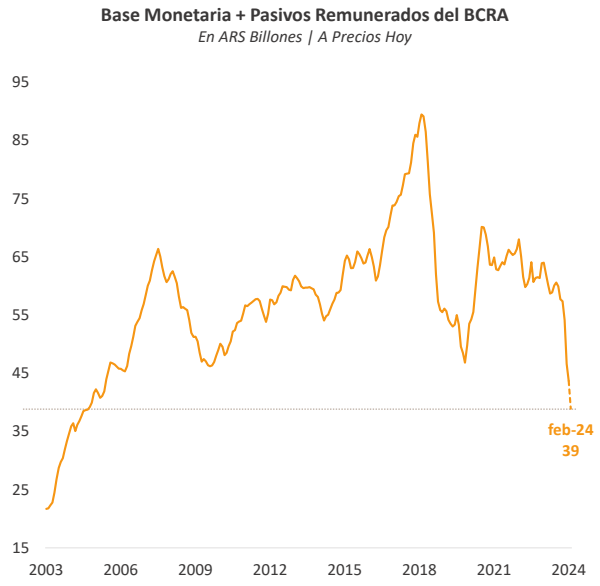
Fuente: Banco Galicia en Base a BCRA, FMI y estimaciones propias

RECAPITULANDO

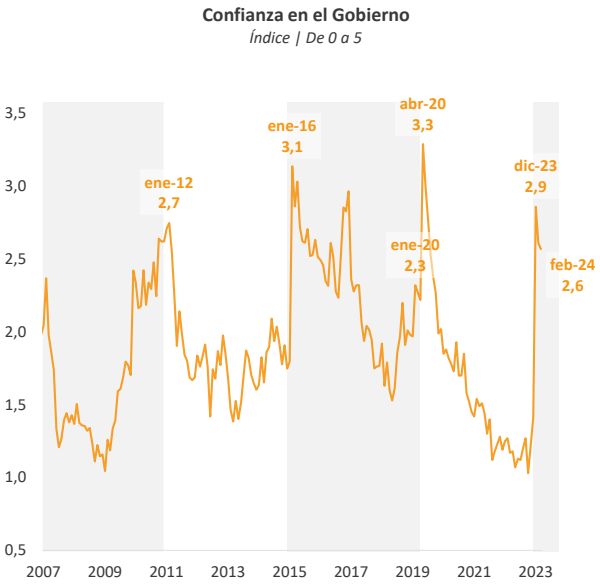
Como suele suceder en cada nueva presidencia, la gestión de Javier Milei comenzó con una fuerte suba de los niveles de Confianza en el Gobierno, que se duplicó y pasó de 1,04 a 2,86 puntos entre noviembre y diciembre 2023. Este *shock* de confianza es un fenómeno que se ha dado en el inicio de todos los mandatos presidenciales, incluso en aquellos sin un cambio de signo político. El nuevo Gobierno está utilizando este capital político extraordinario para implementar una serie de correcciones macroeconómicas cuyo impacto de corto plazo es negativo en términos de popularidad, pero que se consideran necesarias para estabilizar la macroeconomía argentina.

Una de las primeras medidas fue la corrección del tipo de cambio, tras lo cual el BCRA volvió a acumular Reservas vía la compra de divisas. En los últimos dos meses y medio, la entidad monetaria ya adquirió más de USD 8.600 M al sector privado, lo cual le ha permitido hacer frente al pago del vencimiento de intereses de los bonos en dólares (USD 1.500 M) en enero. A su vez, el Gobierno y el FMI reflotaron el Extended Fund Facility (EFF), acuerdo que durante los últimos meses de la presidencia de Alberto Fernandez había quedado en suspenso y se consideraba que estaba virtualmente caído. El nuevo Gobierno retomó conversaciones con el FMI y en enero se efectuó la séptima revisión bajo el EFF; lo cual habilitó un desembolso de USD 2.700 M a principios de febrero por parte del organismo internacional, neto del pago de capital. Además, se obtuvo el visto bueno del FMI para continuar avanzando con las medidas implementadas, a la par que el Gobierno se comprometió a publicar una hoja de ruta para la eliminación de los controles cambiarios a más tardar en junio 2024.

La suba inicial del tipo de cambio vino acompañada de una licuación de los pasivos monetarios en pesos, resultado de la combinación de un recorte de las tasas de interés y de una aceleración de la inflación (de la mano de la recomposición de algunos de los precios relativos atrasados). Adicionalmente, el Gobierno y el BCRA tomaron medidas conjuntas para mantener acotada la expansión monetaria. Por un lado, el Tesoro recompró bonos al BCRA con los pesos obtenidos en las licitaciones de deuda. Esto permitió que la liquidez liberada para adquirir los nuevos bonos licitados por el Tesoro fuera esterilizada por la entidad monetaria gracias a las mencionadas recompras, que hasta ahora suman ARS 8,1 B. Por otro lado, el BCRA absorbió pesos a través de la licitación



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



Fuente: Banco Galicia en base a UTDT y Dirección Nacional Electoral

de BOPREAL, título que a su vez permitió descomprimir parte de la necesidad inmediata de dólares por parte de las empresas importadoras que habían acumulado una deuda comercial extraordinaria en los últimos años.

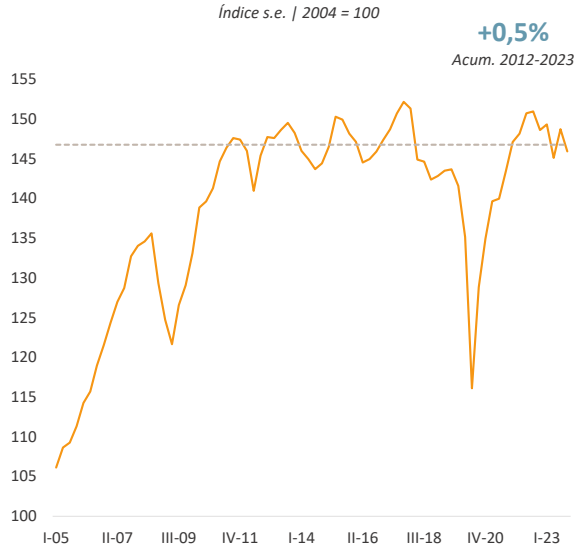
En términos corrientes, la base monetaria permaneció relativamente estable durante los últimos dos meses y medio (+ARS 0,2 B). No obstante, en términos reales su valor se redujo un 33,1%, volviendo a mínimos históricos. Sumando los pases diarios al análisis, el *stock* de pasivos monetarios en pesos del BCRA asciende a sus menores niveles desde fines de 2004.

Como consecuencia de la serie de medidas implementadas, la tasa de inflación se aceleró en diciembre (+25,5% mensual). Aunque en el primer mes del año la inflación fue menor a la prevista originalmente, ésta se mantuvo elevada en enero (+20,6%). El dato de febrero apunta a ser menor, **aunque los ajustes de precios regulados amenazan con ponerle un piso elevado a la dinámica inflacionaria de los próximos meses**. **Estos ajustes implicarán un deterioro adicional para el ingreso disponible de las familias una vez restados los servicios públicos, más allá de la caída del salario real**. No obstante, para el Gobierno es necesario ajustar tarifas para cumplir con el recorte prometido del déficit fiscal. La clave de todo el esfuerzo de los primeros meses de Gobierno estará en la sostenibilidad del equilibrio fiscal (la cual no está asegurada), y el grado de tolerancia de la sociedad al ajuste (que no será ilimitada). En este sentido, **parte del capital político ya empieza a mostrar signos de caída**: el Índice de Confianza en el Gobierno arrojó una moderación de 10,1% del pico, pasando de 2,86 en diciembre a 2,57 en febrero.

TEMPORADA DE AJUSTE

Las correcciones implementadas durante los últimos dos meses y medio **son condición necesaria pero no suficiente para estabilizar la macro de una economía que no acumula crecimiento significativo desde hace más de diez años y con un sector privado que prácticamente no ha generado empleo, en un contexto de inflación creciente.** Por caso, entre el 2012 y 2023 el PBI de Argentina acumuló un crecimiento de 0,5%, lo que representa una tasa promedio anual de 0,04%. En el mismo período, el empleo privado registrado acumuló una variación de 6,3%, por lo que se incrementó a una tasa promedio anual de 0,5%. Con una población que aumenta a un ritmo de más de 1% anual, este ritmo de crecimiento de la economía y del empleo privado registrado implican caída en el PBI per cápita, menor salario real, precarización de las

Estimador Mensual de la Actividad Económica
Índice s.e. | 2004 = 100



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

Resultado Fiscal del Sector Público No Financiero
Var. % i.a. Real | Aporte en %

ene-24

	Var. % i.a. Real	Aporte al Rdo. Primario
Ingresos Totales	**0,7%**	**1,6%**
Impuesto PAIS	281,8%	12,7%
Derechos COMEX	69,9%	13,6%
Exportación	*90,4%*	*11,1%*
Importación	*34,7%*	*2,5%*
Aportes y Contribuciones a la Seg. Social	-25,0%	-21,1%
Resto Ingresos	-3,1%	-3,6%
Gasto Primario	**-39,4%**	**98,4%**
Prestaciones Sociales	-29,7%	41,2%
Jubilaciones y Pensiones	*-36,5%*	*33,6%*
Asignaciones Familiares + AUH	*-16,8%*	*1,9%*
Otros Programas Sociales	*-23,1%*	*6,0%*
Prestaciones del INSSJP	*3,4%*	*-0,3%*
Transf. Corrientes No Automáticas a Prov.	-72,0%	5,9%
Subsidios Económicos	-64,0%	16,5%
Salarios	-27,2%	9,4%
Gasto de Capital	-86,0%	17,3%
Resto	-36,9%	8,2%
Rdo. Primario ene-24 (ARS B Constantes)		**2,01**

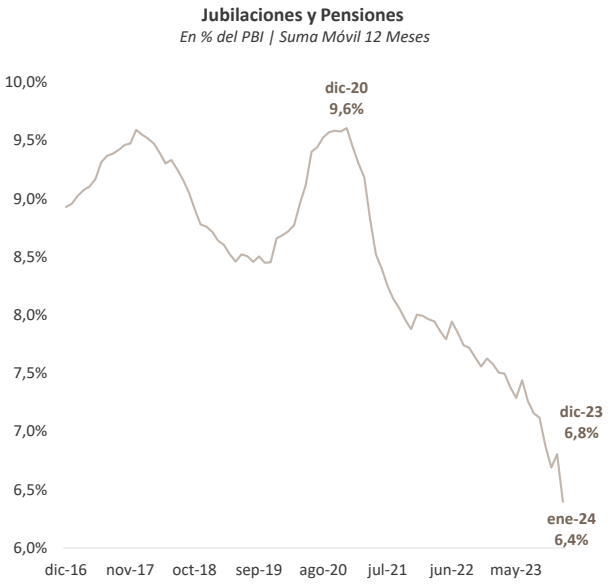
Fuente: Banco Galicia en base a MECON e INDEC

condiciones de empleo e incremento de las tasas de pobreza. En otras palabras, un deterioro del tejido social.

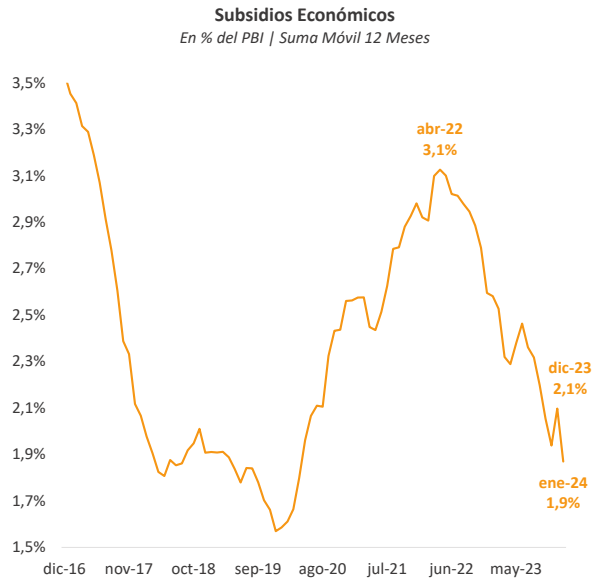
La sostenibilidad de las correcciones llevadas a cabo durante los últimos dos meses está en gran medida supeditada a que se cumpla con el objetivo de equilibrio fiscal anunciado por el Gobierno. El primer dato del año fue auspicioso, dado que el resultado fiscal primario de enero fue superavitario en ARS 2 B. Si bien enero es un mes holgado en términos del gasto (con considerablemente menor presión sobre las cuentas del sector público que diciembre), el resultado del primer mes de 2024 superó las expectativas ajustadas por la estacionalidad de enero.

Parte del resultado fue consecuencia del aumento de los ingresos relacionados al comercio exterior. El ajuste cambiario de diciembre disparó la recaudación vía retenciones a las exportaciones, que en enero crecieron 90,4% interanual en términos reales. Esto se debió al efecto combinado de un mayor precio (ya que las mismas alícuotas valuadas a un tipo de cambio más elevado aumentan automáticamente la recaudación en pesos) y de mayores cantidades vendidas (gracias a los incentivos a la liquidación de exportaciones). A ello habría que sumarle el incremento en las retenciones de los derivados de la soja, que pasaron de 31% a 33%. Adicionalmente, aunque este año la producción de trigo no recuperó los niveles pre-sequía (15,1 M toneladas este año vs. 22,4 M toneladas en 2021/2022), la campaña actual sí mostró una mejora respecto de la anterior (12,2 M toneladas en 2022/2023). Esto implica un crecimiento en la liquidación de la actual cosecha fina respecto del año anterior. La recaudación vía derechos de importación también se vio apuntalada por la corrección cambiaria de diciembre, aumentando 34,7% real respecto de enero 2023.

Por otro lado, la extensión del Impuesto PAIS a la mayor parte de los bienes importados y la implementación de una alícuota del 17,5% dieron lugar a un salto en este impuesto vinculado a las importaciones, que se combinó con la suba del tipo de cambio. Así, a pesar de que las compras de bienes al exterior cayeron 14,3% en enero, la recaudación vía Impuesto PAIS se disparó 281,8% respecto del primer mes de 2023 en términos reales. El incremento en estas líneas de ingresos permitió contrarrestar la dinámica de otros recursos tributarios, particularmente los ingresos de la Seguridad Social (que cayeron 25,0% interanual en enero). Como resultado, los ingresos totales crecieron sólo 0,7% en términos reales, a



Fuente: Banco Galicia en base a MECON e INDEC



Fuente: Banco Galicia en base a MECON e INDEC

pesar del fuerte incremento de la recaudación a través de los derechos del comercio exterior y el Impuesto PAIS.

No obstante, la mayor parte del ajuste se dio por la vía del gasto, donde vale la pena distinguir el recorte intencional en ciertas partidas respecto de la licuación en otras. Durante enero, las transferencias corrientes no automáticas a provincias y el gasto de capital verificaron caídas reales de 72,0% y 86,0%, respectivamente. Estas dos líneas del gasto tienen un carácter discrecional, por lo que su magnitud depende de lo que decida el Poder Ejecutivo. En cambio, el gasto en jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares depende de una fórmula de ajuste automática, aunque eventualmente puede llegar a ser reforzado por el otorgamiento de bonos o transferencias de índole discrecional. Dado que la fórmula calcula la dinámica de los salarios y la recaudación con cierto rezago, actualmente se encuentra ajustando por una inflación considerablemente menor a la actual. Así, en términos reales las jubilaciones y pensiones se hundieron 36,5% en enero, mientras que las asignaciones familiares cayeron 16,8%. **Un tercio del recorte total del gasto público estuvo explicado por la caída en jubilaciones y pensiones. Más del 40% del ajuste de enero provino de la caída real en prestaciones sociales**. En términos del PBI, el gasto en jubilaciones y pensiones (suma móvil doce meses) se retrajo a 6,4% (-0,4 puntos respecto de diciembre). Si bien la licuación del gasto previsional fue más marcada en enero a causa de la particular dinámica de la inflación en los últimos meses y del rezago de la fórmula de ajuste, vale la pena destacar que las jubilaciones y pensiones vienen exhibiendo una caída desde diciembre 2020 que acumula 3,2 puntos en términos del PBI.

Por otro lado, hay partidas de gasto público que no son discrecionales, pero que tampoco ajustan de manera automática. Tal es el caso de los salarios y gastos operativos y de los subsidios económicos, donde su peso sobre las cuentas fiscales es una consecuencia indirecta de la implementación de aumentos salariales para el empleo público (y de la cantidad de trabajadores del Estado) o del nivel de las tarifas de los servicios regulados. La reciente decisión de incrementar el precio del boleto de colectivos, trenes y subtes y las tarifas de electricidad obedece a la intención de recortar la asistencia estatal vía subsidios a las empresas que suministran estos servicios. En la misma línea, el Gobierno se encuentra revisando contratos y reorganizando la estructura del sector público para reducir el peso de los gastos operativos. En enero, los subsidios económicos se retrajeron 64,0% en términos

reales (aportando 16,5% al resultado de enero), mientras que los salarios cayeron 27,2% (explicando casi el 10% al superávit del primer mes de 2024).

Las medidas implementadas para alcanzar la reducción del déficit implican un incremento de la conflictividad y un desgaste adicional sobre la aprobación de la sociedad. Los gobernadores reclaman el recorte de transferencias provenientes de Nación e improvisan medidas para compensar esta fuente de ingresos, los sindicatos estatales reclaman mayores aumentos salariales recurriendo a las protestas públicas y los paros, y la clase media sufre el impacto de una suba de servicios públicos en un contexto de deterioro del salario real. Para paliar parte del efecto negativo que la licuación del gasto social tiene en las condiciones de los estratos más vulnerables y en el grado de apoyo de la sociedad al Gobierno, recientemente se anunció un bono para jubilados de hasta ARS 70.000 M para contrarrestar parte de la pérdida de poder adquisitivo. Ya en diciembre se había implementado un aumento de la Tarjeta Alimentar del 50% y una suba de la Asignación Universal por Hijo del 100%. No obstante, estos aumentos no serían suficientes para compensar la caída interanual del poder adquisitivo de las prestaciones sociales.

Hacia adelante, la continuidad del ajuste fiscal vía licuación de gasto social es insostenible, ya que probablemente el capital político se vaya agotando en la medida en que el deterioro del ingreso real sea más patente. Por lo tanto, el Gobierno Nacional necesita alcanzar consensos con los distintos actores de la arena política para poder seguir avanzando con un ajuste del gasto en otras partidas. Además, **el Gobierno necesita aprobar medidas que permitan flexibilizar la economía** para que el rebote económico, una vez pasado el proceso de corrección del exceso de pesos y de la falta de dólares, sea veloz y marcado (es decir, que tenga forma de V pronunciada); de lo contrario, la recuperación podría demorarse. **Si no se pudieran asegurar la sostenibilidad del ajuste fiscal o una recuperación veloz de la economía, el rumbo iniciado en diciembre podría verse cuestionado.** Llegado ese caso, el riesgo sería que se deba dar marcha atrás con las correcciones implementadas, lo que podría llevarnos nuevamente al ya conocido escenario de déficit, emisión, inflación, pérdida de competitividad de la moneda, controles cambiarios y recesión. Para evitarlo, el Gobierno deberá alcanzar consensos para poder llevar adelante su agenda y superar estos meses de ajuste, antes de que la caída de la confianza sea demasiado pronunciada y llegue el fin de la “luna de miel” del nuevo Gobierno.

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