

## CARRERA NOMINAL AL GALOPE

El dato de inflación de marzo de 7,7% mensual sorprendió por su magnitud, ubicándose incluso por encima de las estimaciones más pesimistas. Si bien hubo factores estacionales que alimentaron la aceleración de la inflación en marzo, lo más llamativo fue que la núcleo se ubicó en un escalón más alto que el de hace unos meses, **aumentando el riesgo de que las expectativas inflacionarias sigan trepando**. El BCRA reaccionó implementando una nueva suba de tasas de interés, como ya había sucedido en marzo tras conocerse el dato de inflación de febrero, aunque la tasa real continúa siendo negativa.

¿Por qué se efectuó un incremento de tasas más agresivo? La existencia de un elevado *stock* de pasivos remunerados **la tasa de interés opera como arma de doble filo en el intento de moderar las presiones inflacionarias**. Los crecientes intereses de los pasivos remunerados constituyen un factor de emisión endógena que se vuelve necesario esterilizar, ante una demanda de pesos que se muestra cada vez más debilitada. Si la tasa de interés se incrementara de manera tal que su rendimiento real fuera positivo, **la dinámica de los intereses de los pasivos remunerados del BCRA sería todavía más divergente**.

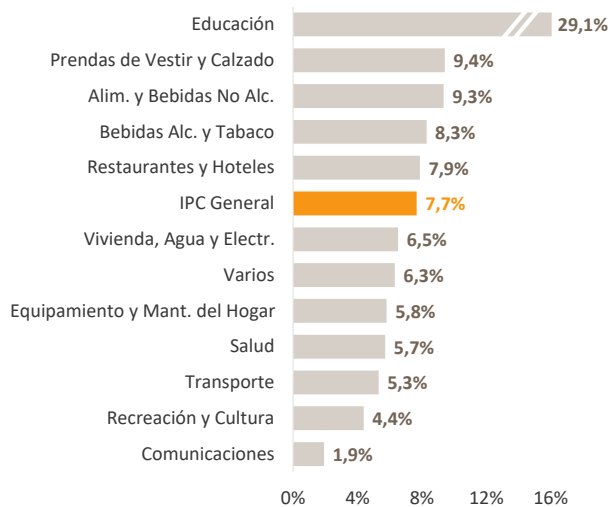
En paralelo, el **ritmo de depreciación del tipo de cambio se está acelerando**, gesto que va en la dirección correcta para contener la demanda de dólares e impulsar la oferta, pero que luce como una medida insuficiente y tardía. Adicionalmente, a principios de abril se anunció la tercera ronda del Programa de Incremento Exportador para acumular Reservas. No obstante, **el mecanismo empieza a mostrar signos de agotamiento**: el *stock* exportable no sólo es limitado, sino que se ha visto golpeado por la sequía y por las olas de calor.

Es poco probable que el BCRA logre acumular en los próximos meses la suficiente cantidad de divisas que se requiere para cumplir con la meta de Reservas del segundo trimestre. Ante este panorama complejo, **preocupa la posibilidad de dejar de recibir desembolsos de parte del FMI ante el potencial incumplimiento** de las metas pautadas en el Extended Fund Facility. Cuando el organismo ponga la lupa sobre los objetivos del trimestre, Argentina se encontrará en pleno proceso electoral, por lo que es posible que el FMI quiera evitar sumar estrés a una situación económica ya de por sí delicada.

No queda demasiado claro qué sucedería si no se obtienen *waivers* por parte del FMI, en el caso de que las metas del segundo trimestre sean incumplidas. Hasta ahora, el Gobierno ha dado señales de ser **reticente a convalidar un salto cambiario**, y efectuarlo con tan poco margen de tiempo antes de las elecciones **tiene un grado de probabilidad menor, aunque creciente si las tensiones cambiarias se intensificaran**. A ello se le suma la incógnita respecto de qué pasará después de las elecciones.

### IPC Nacional por Divisiones y Categorías

Var. % Mensual | Mar-23



Fuente: Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

## UN NUEVO ESCALÓN PARA LA INFLACIÓN

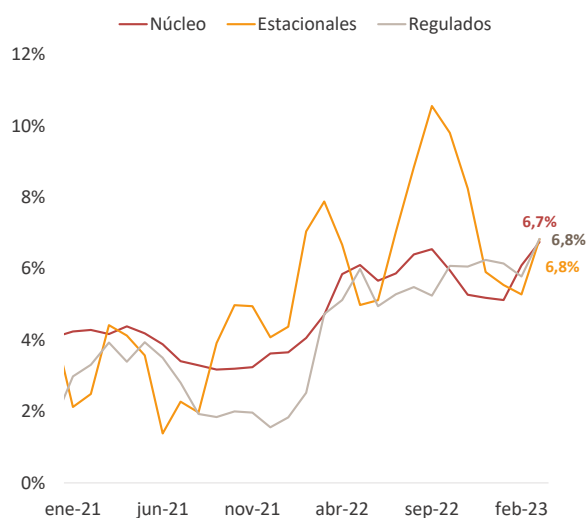
El dato de inflación de marzo de 7,7% mensual publicado a mediados de abril sorprendió por su magnitud, **ubicándose incluso por encima de las estimaciones más pesimistas**. Si bien las mediciones privadas calculaban que la variación de precios de marzo se aceleraría respecto de la marca de febrero (que ya de por sí había sido elevada, con un +6,6% mensual), todas se ubicaron por debajo del dato finalmente publicado por el INDEC. Es cierto que **hubo factores estacionales que alimentaron la aceleración de la inflación en marzo**: la suba de 29,1% de la división Educación y la de 9,4% por parte de Prendas de Vestir y Calzado estuvieron asociadas al inicio del nuevo ciclo lectivo y al cambio de temporada, respectivamente. Sin embargo, lo más llamativo no fue la inflación general de 7,7% en sí, sino que **la inflación núcleo se ubicó en un escalón más alto que el de hace unos meses, aumentando el riesgo de que las expectativas inflacionarias sigan trepando**. Más aun, no es la primera vez que el piso inflacionario se eleva: la núcleo pasó de promediar 5,0% en noviembre y diciembre de 2022 a 6,7% en el primer trimestre de este año, preocupantes 7,7% en febrero y 7,2% en marzo.

Es por esta razón que, a pesar de que la aceleración de la inflación de marzo tuvo componentes estacionales marcados, **el BCRA reaccionó implementando una nueva suba de tasas de interés el jueves 20 de abril: la tasa se incrementó en 300 puntos básicos**, como ya había sucedido en marzo tras conocerse el dato de inflación de febrero. La tasa de referencia pasó así de 78% a 81%, al igual que el rendimiento mínimo de los depósitos a plazo de personas humanas de hasta ARS 10 M. Sin embargo, la tasa real continúa siendo negativa. La nueva TEA de las LELIQ (119,4%) compara con una inflación de marzo que anualizada se ubicó en 142,9%.

Entonces, ¿por qué no reaccionó el BCRA con un incremento de tasas más agresivo? Podría argumentarse que, habiendo dejado el factor estacional atrás, se espera una desaceleración de la inflación en abril. Pero las mediciones privadas de alta frecuencia apuntan a variaciones de precios de 7,3% durante las primeras semanas del mes, y algunas consultoras estiman tasas de inflación del orden del 7,0% para el mes en curso. Aunque sería una moderación respecto del dato de marzo, en términos anualizados se trataría de una variación de 125,2%, todavía por encima de la tasa efectiva del instrumento de política monetaria. Otra razón es que, dada la existencia de un **stock de pasivos remunerados que crece día a día porque devenga intereses a tasas crecientes, la tasa de interés opera como**

### Inflación por Categoría

Var. % Mensual | Media Móvil 3 meses



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

**Pasivos Remunerados del BCRA**  
En % de la Base Monetaria

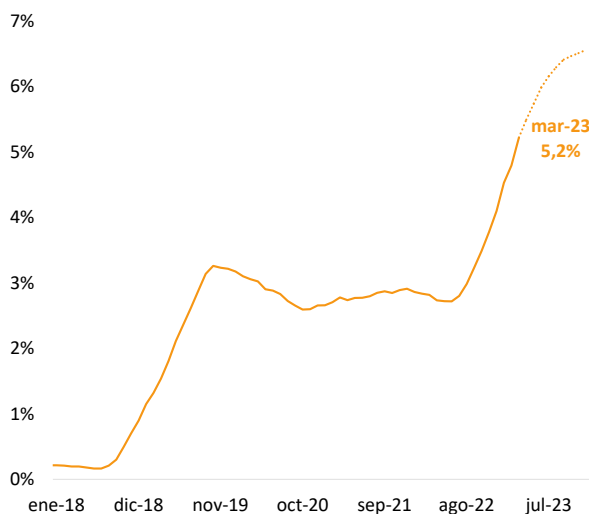


Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

**arma de doble filo en el intento de moderar las presiones inflacionarias. Se trata de un factor de emisión endógena que se vuelve necesario esterilizar, ante una demanda de pesos que se muestra cada vez más debilitada.** Por la sola reabsorción de intereses, el BCRA debió emitir entre principios de año y el 20 de abril ARS 2,59 billones un monto equivalente a 49,7% de la base monetaria de fines de 2022, que debió ser esterilizado vía LELIQ y Pases. Más aún, a este ritmo (es decir, asumiendo tasas de interés en los niveles actuales hasta fin de año y los intereses como única fuente de emisión, ambos supuestos relativamente laxos) para diciembre de 2023 los intereses devengados por pasivos remunerados del BCRA podrían pasar de representar el actual 5,2% del PBI al 6,6%. **Si la tasa de interés se incrementara de manera tal que su rendimiento real fuera positivo, como ha planteado el FMI en sus sucesivas revisiones del Extended Fund Facility, la dinámica de los intereses de los pasivos remunerados del BCRA (el déficit cuasifiscal) sería todavía más divergente.**

Respecto de la evolución de la inflación de los próximos meses, la pregunta no parece ser si se logrará perforar el piso actual, si no si se evitará que la dinámica de los precios suba un nuevo escalón. Cualquier evento que deteriore la demanda de dinero o un aumento de la emisión monetaria (ya sea por factores endógenos o exógenos, como compras de divisas al sector privado o de títulos de deuda en pesos en el mercado secundario) podrían derivar en una nueva aceleración por parte de la inflación que la ubique en un escalón todavía más alto al actual. Asimismo, **en un escenario con elevados desequilibrios macroeconómicos y un calendario electoral que se aproxima, la posibilidad de que se sostenga la demanda de pesos luce cada vez más desafiante.**

**Intereses Devengados por Pasivos Remunerados BCRA**  
En % del PBI | Suma Móvil 12 Meses



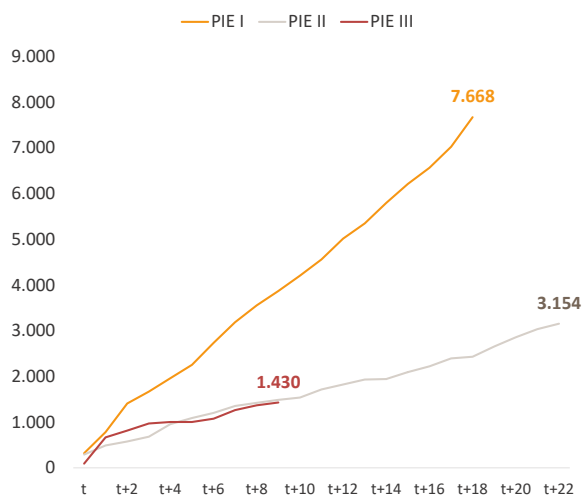
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA, INDEC y estimaciones propias

### ¿Y DÓNDE ESTÁN LOS DÓLARES?

En paralelo, **el ritmo de depreciación del tipo de cambio se está acelerando**, habiendo pasado de una variación semanal anualizada (TEA) del 90% a mediados de marzo a una de 158% al cierre de hoy. El tipo de cambio oficial incrementó su ritmo de avance particularmente durante las últimas cinco ruedas, con un *crawling peg* diario que pasó de 0,20% a 0,29% entre principios de la semana pasada y hoy (con el consecuente salto de la variación anualizada desde 110% al mencionado 158%). Vale la pena destacar que **semejante aceleración usualmente retroalimentaría la inercia inflacionaria, aunque en las circunstancias actuales su efecto puede llegar a ser menor que bajo condiciones "normales". La eficiencia del tipo de cambio como ancla nominal viene en declive como**

## Programa de Incremento Exportador – Divisas Ingresadas

En USD Millones | Acum.



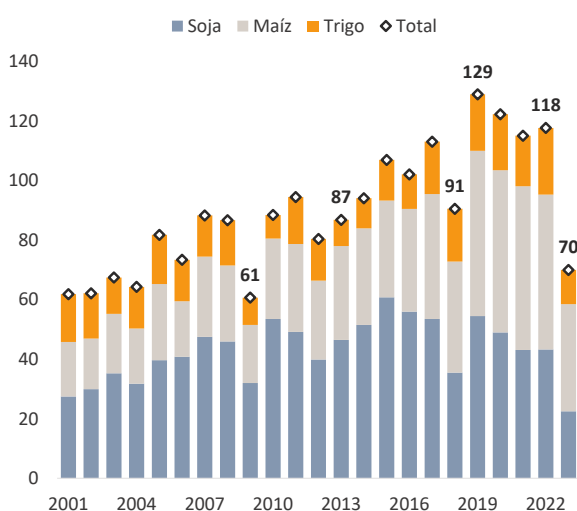
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y datos de mercado

**consecuencia de los controles cambiarios** que impiden al sector privado hacerse libremente de divisas para el pago de importaciones de bienes y servicios, entre otros. Esto significa que, aunque sigue existiendo algún grado de *pass-through* entre tipo de cambio oficial y precios domésticos, el traslado a inflación de una aceleración del ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial es sin dudas menor al que sería en una economía sin restricciones cambiarias, aunque no es nulo. La contracara de esto es que el tipo de cambio ayuda poco a detener la inercia inflacionaria.

**La reciente aceleración del ritmo de variación del tipo de cambio es un gesto que va en la dirección correcta para contener la demanda de dólares e impulsar la oferta, pero luce como una medida insuficiente y tardía**, teniendo en cuenta que el BCRA ya ha vendido alrededor de USD 2.800 M en lo que va del año. Una vez más, el Gobierno ha demostrado que prefiere no convalidar una corrección discreta del tipo de cambio y en su lugar volvió a implementar un esquema de tipo de cambio diferencial que, en términos de una acumulación rápida de Reservas, ya había probado ser exitoso (aunque con costos en el mediano plazo). Así, a principios de abril se anunció la tercera ronda del Programa de Incremento Exportador (PIE), esta vez ampliando su alcance a cultivos como trigo y maíz y a ventas al exterior de las denominadas “economías regionales” (incluyendo productos como girasol, legumbres, peras, manzanas, cítricos, miel, maní, entre otros). No obstante, en las primeras dos semanas de vigencia del PIE III la liquidación de divisas sumó unos USD 1.430 M, por debajo de lo que había sido el ingreso de dólares durante períodos similares del PIE I y PIE II (USD 3.868 M y USD 1.486 M, respectivamente).

## Cosecha Grandes Cultivos

En Millones de Toneladas



Fuente: Banco Galicia en base a Bolsa de Cereales de Buenos Aires

**Este mecanismo empieza a mostrar signos de agotamiento**, dado que el *stock* de soja, trigo, maíz y de otros productos agropecuarios que pueden liquidarse **no sólo es limitado, sino que se ha visto golpeado por la fuerte sequía y por las olas de calor que asolaron a la región pampeana durante todo el verano**. Hoy se estima que la producción de soja será un 48,0% menor que la de la campaña anterior; y la de maíz, un 30,8%. La de trigo, por su parte, descendió -48,7% de las 22,4 Mtn de la campaña 2021/2022 a las actuales 11,5 Mtn. Otro punto a tener en cuenta es que estos esquemas temporarios de tipos de cambio diferenciales concentran las liquidaciones (es decir, el ingreso de dólares) durante la vigencia de los mismos, en detrimento de los meses posteriores. En otras palabras, aunque el PIE III fuera un éxito y en el transcurso de los próximos meses lograran ingresar los USD 8.000 M anunciados por el Gobierno, se trataría simplemente de un puente hasta

agosto. Lo preocupante es que **la posterior caída en la oferta de dólares coincidiría con el proceso electoral:** primarias, generales y (eventualmente) *ballotage*.

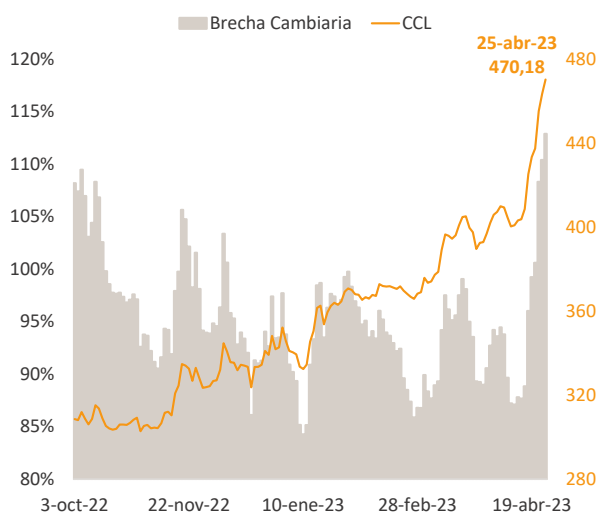
Por otro lado, incluso si el PIE III lograra aportar un flujo considerable de dólares, **es poco probable que el BCRA logre acumular en los próximos meses la suficiente cantidad de divisas que se requiere para cumplir con la meta de Reservas del segundo trimestre.** Por un lado, la demanda de dólares destinada a pagar importaciones, vencimientos de deuda (privada y soberana), viajes al exterior, atesoramiento, entre otros, contrarrestaría parte del ingreso de divisas. Por el otro, el *stock* de Reservas Netas se ubicaría actualmente por debajo de USD 1.000 M, lejos del objetivo de USD 9.077 M del segundo trimestre.

De todos modos, la **entidad monetaria y el Gobierno continúan reforzando las restricciones para acceder al mercado de cambios con el objetivo de reducir la sangría de divisas.** De hecho, durante la semana pasada el BCRA endureció los controles al anunciar que los pagos de la importación de servicios profesionales y de fletes entre empresas vinculadas y el pago de intereses de deuda *intercompany* serían postergados hasta fin de año. El BCRA estimó que esta medida permitiría reducir la demanda de dólares en USD 2.000 M. También se extendió a 60 días el plazo para solicitar divisas para el pago de ciertos servicios, como jurídicos, contables, de publicidad, arquitectónicos y de ingeniería, entre otros, y a 90 para el pago de fletes. Hacia adelante, si las Reservas Internacionales continúan su tendencia declinante, lo más probable (en vista de la resistencia a devaluar por parte del Gobierno y del aparente agotamiento de mecanismos para impulsar temporariamente la oferta de divisas) es que el BCRA continúe implementando medidas restrictivas como las de la semana pasada en el intento de contener la demanda de divisas. Si esto no fuera suficiente, la importación de bienes podría llegar a verse comprometida a través de trabas adicionales en el acceso al MULC. El problema es que esto implicaría una caída adicional del PBI, que actualmente estimamos en -4,5% para 2023.

A la escasez de dólares se suma un nuevo problema, ya que **durante las últimas semanas las cotizaciones financieras comenzaron a dispararse,** aparentemente retroalimentando la mencionada falta de interés por liquidar al tipo de cambio diferencial de ARS/USD 300. De hecho, durante la última semana el CCL trepó 15,1%, cerrando la rueda de hoy en

### Tipo de Cambio CCL y Brecha Cambiaria

ARS/USD | En %



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

ARS/USD 470,2. El MEP, por su parte, escaló 12,7% y finalizó en ARS/USD 447,7. Dado que estas variaciones superaron la suba del tipo de cambio oficial, la brecha cambiaria se amplió desde 88% a 113%. Una reacción similar se vio por parte de las variaciones implícitas en los contratos de futuros de dólar de ROFEX. Al cierre de ayer, los contratos de abril, mayo y junio mostraban subas implícitas del 194%, 170,5% y 200,5%, respectivamente (TEA), entre 34 y 66 puntos porcentuales por encima de las tasas implícitas de mediados de abril.

Ante este panorama complejo, preocupa la posibilidad de dejar de recibir desembolsos **de parte del FMI por el potencial incumplimiento de las metas pautadas en el Extended Fund Facility**. De hecho, los objetivos de resultado fiscal y de acumulación de Reservas del primer trimestre ya se incumplieron, aunque se espera obtener un *waiver* por ellas en la quinta revisión del EFF en junio. ¿Sucederá lo mismo si no se alcanzan las metas del segundo trimestre? **Cuando el organismo ponga la lupa sobre estos objetivos Argentina se encontrará en pleno proceso electoral, por lo que es posible que el FMI quiera evitar sumar estrés a una situación económica ya de por sí delicada.** Podría tener incentivos a autorizar los desembolsos con el objetivo de reanudar las conversaciones con el Gobierno post elecciones presidenciales, sin el ruido político adicional que estas implican. **No queda demasiado claro qué sucederá si no se obtienen waivers por parte del FMI, en el probable caso de que las metas del segundo trimestre sean incumplidas.** Hasta ahora, el Gobierno ha dado señales de ser reticente a convalidar un salto cambiario, y efectuarlo con tan poco margen de tiempo antes de las elecciones tiene un grado de probabilidad menor, aunque creciente si las tensiones cambiarias se intensificaran.

**A ello se le suma la incógnita respecto de qué pasará después de las elecciones.** El concepto "dolarización" ha recobrado popularidad durante las últimas semanas de la mano del candidato Javier Milei, cuya aprobación viene en ascenso. Mientras tanto, Juntos por el Cambio se ve enfrascado en una interna entre Rodríguez Larreta y Bullrich, con definiciones poco precisas respecto de las medidas que tomarían en 2024, y el oficialismo no tiene candidato evidente. Dentro de este mar de dudas, la única certeza es que los próximos meses estarán marcados por una volatilidad e incertidumbre significativas.

## Economista Jefe

### **Diego Chameides**

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

---

## Research

### **Florencia Bazer**

florencia.bazer@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.*