

## A PASO ACELERADO

Tras el resultado de las PASO, el escenario electoral de octubre ha quedado relativamente abierto, por lo que **las últimas dos semanas han estado marcadas por un elevado grado de incertidumbre**, que perduraría hasta las elecciones generales. Las tres principales fuerzas políticas se mantienen competitivas de cara a las elecciones de octubre, con probabilidad de que la presidencia se dirima en un *ballotage* en noviembre.

El lunes después de las PASO, el BCRA **convalidó una suba del tipo de cambio** del 22% respecto del cierre del viernes previo, además de aumentar las tasas de interés de 97% al 118%. Pese a la suba del tipo de cambio oficial, la brecha cambiaria recuperó en la semana post primarias el mismo nivel que antes de las elecciones, e incluso se incrementó. La incertidumbre política, sumada a las dudas sobre la factibilidad y el *timing* que genera el proyecto de dolarización en una eventual presidencia de Javier Milei, alentaron una nueva escalada del CCL.

El salto del tipo de cambio oficial y la suba de los tipos de cambios financieros ya han impulsado una **nueva aceleración de la inflación en agosto**, efecto que se extendería durante los próximos meses. En esta ocasión, el *passthrough* parece más acelerado que en otros eventos devaluatorios. Esta aceleración de la inflación plantea una **duda respecto de la sostenibilidad del tipo de cambio oficial** en ARS/USD 350 hasta fines de octubre.

La semana pasada se habilitó el desembolso de Derechos Especiales de Giro por alrededor de USD 7.300 M, después de que el Directorio del FMI aprobara el informe elaborado por el equipo técnico. El reporte hizo referencia a las acciones previas acordadas, entre las que se incluyen la **suba de tipo de cambio y de tasas de interés y ajustes en salarios públicos y tarifas para alcanzar la meta fiscal de 1,9% del PBI**. No obstante, parte de la reducción del gasto se vería neutralizado por las nuevas medidas anunciadas el fin de semana pasado por el ministro de Economía, que apuntan a **compensar el impacto negativo de la devaluación y de la aceleración inflacionaria sobre el poder de compra**.

**Los esfuerzos del Gobierno actuarían en detrimento de la meta fiscal acordada con el FMI.** Si se tiene en cuenta que el resultado de agosto no es definitivo (con ajustada diferencia de votos e incremento esperado en la participación del electorado) y que el próximo desembolso del FMI está pautado para noviembre, después de las elecciones, la apuesta del Gobierno luce entendible.

Por el lado de la meta de acumulación de Reservas, también tiene sentido esperar algún grado de continuidad en la intervención por parte del BCRA en los mercados financieros con el objetivo de mantener acotada la volatilidad del CCL. Esto sería incluso a costa de que la entidad monetaria **pierda más Reservas y se aleje de una meta de difícil cumplimiento**.

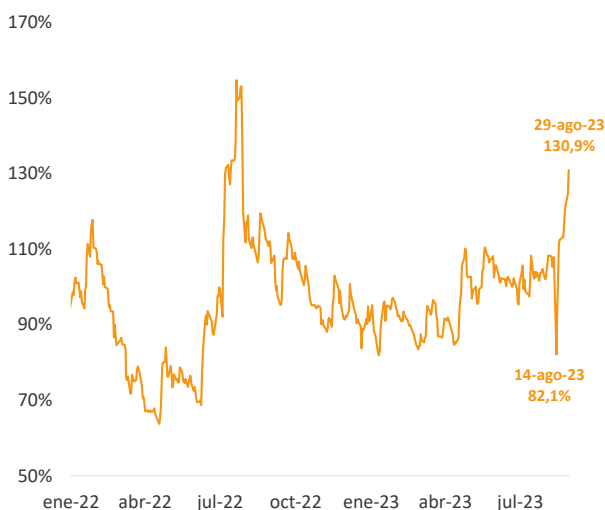
## DIGIRIENDO LA SORPRESA DE LAS PASO

Las PASO del 13 de agosto revelaron un resultado que **no estaba contemplado en las encuestas**: no solamente se consolidó aquel **escenario de tercios** que en los últimos meses venía perdiendo fuerza, sino que Javier Milei se posicionó en primer lugar. El partido encabezado por el economista, La Libertad Avanza, obtuvo en las primarias un 30,0% de los votos válidos. Le siguió la coalición de Juntos por el Cambio (28,3%), donde Patricia Bullrich (17%) se impuso ante a Horacio Rodríguez Larreta (11,3%). En tercer lugar se ubicó Unión por la Patria (27,3%), con Sergio Massa (21,4%) ganando la interna contra Juan Grabois (5,9%). Las tres principales fuerzas políticas **se mantienen competitivas de cara a las elecciones de octubre**, con probabilidad de que la presidencia se dirima en un *ballotage* en noviembre. Tras el resultado de las PASO, el escenario electoral de octubre ha quedado relativamente abierto, por lo que las últimas dos semanas han estado marcadas por un elevado grado de incertidumbre, que perduraría hasta las elecciones generales de octubre.

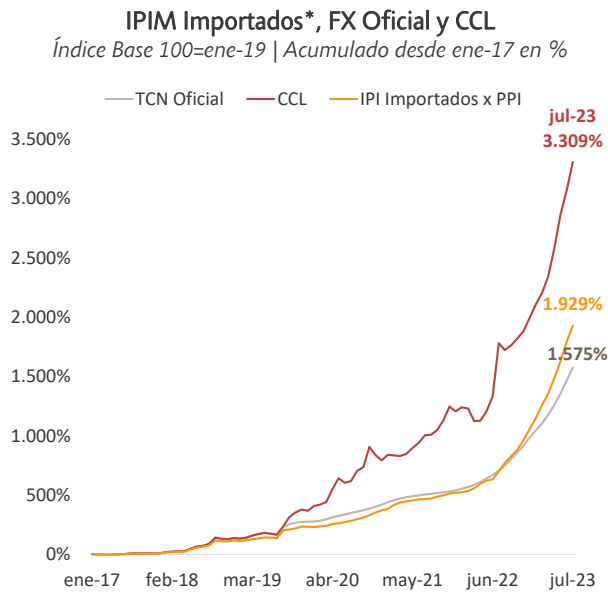
El lunes después de las PASO, el BCRA convalidó una **suba del tipo de cambio del 22%** respecto del cierre del viernes previo (salto equivalente a una devaluación del 18%). Así, el tipo de cambio pasó de ARS/USD 298,50 a ARS/USD 350, nivel en el cual todavía se mantiene. El incremento estuvo acompañado por un **aumento de las tasas de interés**, con el rendimiento de las LELIQ pasando del 97% al 118%, al igual que en el caso del piso de tasa para los depósitos a plazo de hasta ARS 30 M de personas humanas. Pese a la suba del tipo de cambio oficial, **la brecha cambiaria recuperó durante la semana posterior a las PASO el mismo nivel que en las ruedas previas a las elecciones e incluso se incrementó**. La incertidumbre política, sumada a las dudas sobre la factibilidad y el *timing* que genera el proyecto de dolarización en una eventual presidencia de Javier Milei, alentaron una **nueva escalada del CCL en un contexto de fragilidad para la demanda de dinero**. Así, tras haberse reducido a alrededor del 82% el lunes 14 de agosto, la brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el implícito de operar con ADR se incrementó hasta 112% hacia finales de esa semana, y actualmente se ubica en alrededor del 130%.

**El salto del tipo de cambio oficial y la suba de los tipos de cambios financieros ya han impulsado una nueva aceleración de la inflación en agosto**, efecto que se extendería durante los próximos meses. En esta ocasión, el *passthrough* parece más acelerado que en otros eventos devaluatorios. En el pasado, el traslado a precios de un salto del

**Brecha Cambiaria**  
En % | CCL ADR vs. FX Oficial



Fuente: Banco Galicia en base a FMI

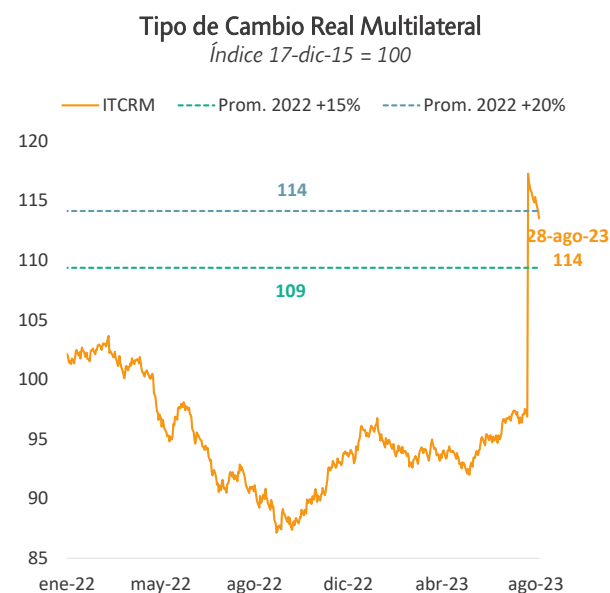


\*Ajustado por PPI de EE.UU.

Fuente: Banco Galicia en base a INDEC, BCRA y U.S. Bureau of Labor Statistics

tipo de cambio rondó un 33% acumulado en los tres meses siguientes; pero esta vez el efecto luce inmediato, además de ser más intenso. Adicionalmente, a pesar de que en ocasiones anteriores los controles cambiarios han sabido limitar el efecto inflacionario de una devaluación del tipo de cambio oficial, esta vez las cotizaciones financieras mostraron un incremento de magnitud similar, por lo que su suba también se traslada a una aceleración de la inflación doméstica. Vale la pena tener en cuenta que la extensión del actual cepo ha llevado a que la "filtración" CCL a precios se incremente mes a mes, por lo que el efecto aislante de los controles cambiarios se ha vuelto menos potente que en sus inicios.

A ello se le suma el impacto que las medidas implementadas por el Gobierno desde fines de julio ya estaban teniendo sobre los precios. Por un lado, el incremento del impuesto PAIS sobre las importaciones de bienes y servicios (de +7,5% y +25%, respectivamente, con ciertas excepciones) había dado lugar a una "devaluación fiscal" del orden del 6%. Por otro lado, la implementación de un tipo de cambio diferencial de ARS/USD 340 para exportaciones entre las que se incluyó al maíz, insumo clave en la cadena productiva de la carne, venía dando lugar a una aceleración de los precios de la hacienda en las últimas semanas, trasladándose ya a precios de góndola. Todos estos factores han llevado a que la inflación, con un núcleo que venía corriendo a una velocidad promedio del 6,9% en los últimos tres meses, **se acelere al punto tal que se espera que atraviese el umbral de los dos dígitos mensuales**. De hecho, mediciones privadas preliminares apuntan a una variación de los precios cercanas al 12%.

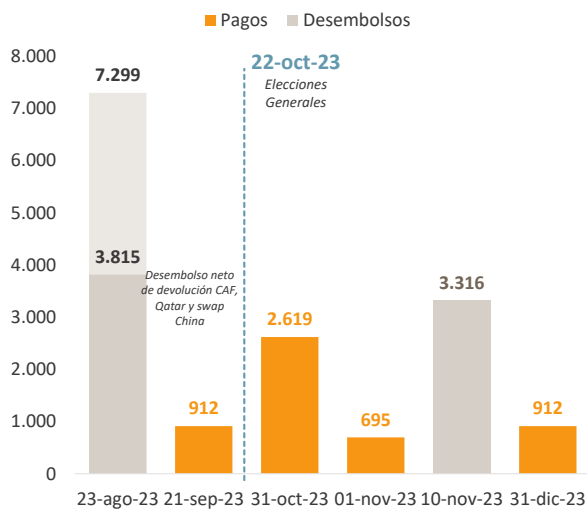


Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

Esta aceleración de la inflación plantea una duda respecto de la sostenibilidad del tipo de cambio oficial en ARS/USD 350 hasta fines de octubre, objetivo declarado por el Ministro de Economía. De acuerdo con nuestras estimaciones, **el tipo de cambio real multilateral volvería a los niveles pre devaluación incluso antes de las elecciones generales**. En otras palabras, la competitividad ganada tras el salto cambiario del 14 de agosto **se vería completamente erosionada en el lapso de dos meses**. Más aun, el tipo de cambio podría apreciarse a niveles menores a aquellos exhibidos durante la primera mitad del 2023, los cuales ya de por sí se ubicaban entre 14% y 18% por debajo de los niveles de equilibrio analizados por el FMI (estipulados en 15%-20% por encima del promedio de 2022). De hecho, tras subir 21,0% con el salto discreto del tipo de cambio oficial, el ITCRM ya ha descendido en un 3,2% respecto del máximo alcanzado hace dos semanas.

### Desembolsos EFF y Pagos SBA

En USD Millones



Fuente: Banco Galicia en base a FMI

Es por esta razón que **el mercado estaría priceando que el tipo de cambio no se mantendría en los niveles actuales por tanto tiempo**. En este sentido, la tasa *forward* implícita en los precios de los contratos de futuros de dólar arroja una suba de 8,6% entre agosto y septiembre, y otra de 14,5% entre septiembre y octubre (datos al 28 de agosto). El FMI también parece ir contra la noción de tipo de cambio “fijo” en ARS/USD 350, ya que en la última revisión del acuerdo con Argentina afirmó que “la tasa de variación del tipo de cambio (*crawl*) será calibrada para propiciar la acumulación de Reservas”.

### ACUERDO CON EL FMI: ACCIONES PREVIAS

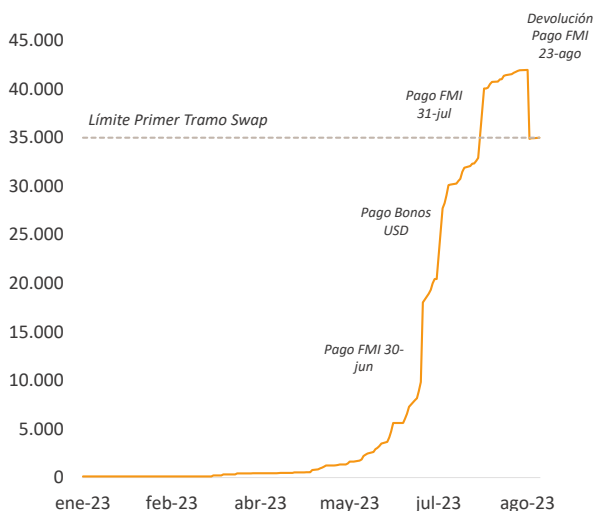
Durante la semana posterior a las PASO, **el ministro de Economía afirmó públicamente que la devaluación del 14 de agosto había obedecido a una acción previa acordada con el FMI**, una condición necesaria para la aprobación de la revisión de las metas del Extended Fund Facility correspondientes a marzo y junio (que se hicieron en conjunto). Dicha revisión es la que habilitó el desembolso de Derechos Especiales de Giro por el equivalente a alrededor de USD 7.300 M, después de que el Directorio del FMI aprobara la semana pasada el informe elaborado por el equipo técnico.

Como resultado, el 23 de agosto las Reservas Internacionales del BCRA mostraron un incremento en USD 5.365 M. Esta suba fue menor al desembolso del FMI (DEG 5.500 M valuados en dólares), dado que parte fue utilizada para devolver los créditos puente recibidos en su momento para hacer frente a los pagos al FMI: vencimientos de capital agrupados a fines de julio y de intereses con fecha a principios de agosto. En total, los créditos puente ascendieron a USD 3.400 M, con USD 1.000 M del Banco Interamericano de América Latina (ex CAF), USD 770 M provenientes de Qatar (que había prestado a Argentina el equivalente a DEG 580 M) y los USD 1.700 M que se utilizaron del segundo tramo del *swap* con China.

Vale la pena destacar que el informe del FMI arrojó algo de luz sobre las condiciones del acuerdo de intercambio de monedas con China, cuyo primer tramo está activado desde hace varios meses para ser utilizado de distintas formas, **pero cuyo segundo tramo sólo pudo ser utilizado de manera temporaria para cubrir el descalce entre el pago al FMI a fines de julio y el desembolso de la semana pasada**. Según el reporte del FMI ya se usaron yuanes del primer tramo por el equivalente a USD 1.800 M en operaciones comerciales, USD 900 M para el pago de intereses a tenedores de títulos de deuda en julio pasado y USD 1.000 M para pagar al FMI los

### Operaciones Concertadas en Yuanes

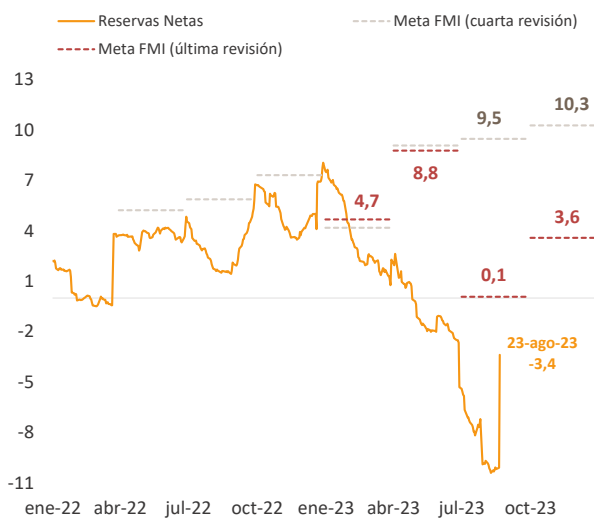
En CNH Millones | Acum. 2023



Fuente: Banco Galicia en base a MAE y MATBA-ROFEX

## Reservas Internacionales Netas\*

En USD Miles de Millones



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

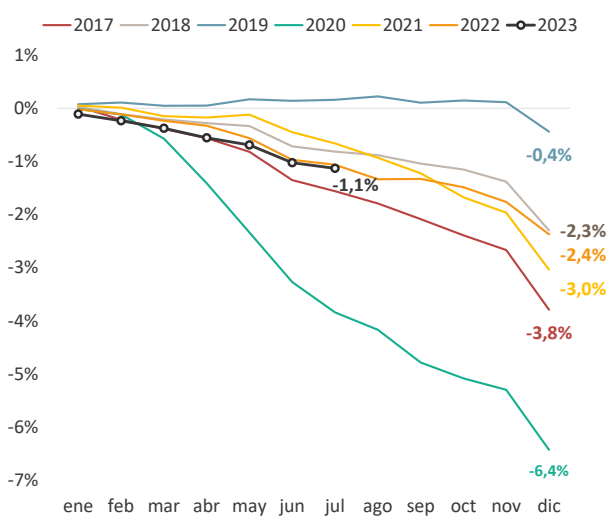
vencimientos de capital de fines de junio. En total, se trata de USD 3.800 M que todavía no es necesario devolver, a diferencia de los USD 1.700 M del segundo tramo del *swap*.

Con el desembolso del FMI, ajustado por de créditos puente, las Reservas Netas del BCRA pasaron a ubicarse en aproximadamente USD -3.400 M al 23 de agosto. Dentro de ellas se computa un remanente de DEG por alrededor de USD 3.800 M, que deberá utilizarse para los pagos de septiembre (intereses por USD 915 M), octubre (vencimientos de capital que suman unos USD 2.600 M y pueden agruparse para ser saldados a fines de dicho mes) y noviembre (USD 695 M). La nueva meta de fines de diciembre establece que las Reservas Netas deberán ascender a USD 3.577 M (un incremento de USD 1.300 M respecto del *benchmark* de diciembre 2021, equivalente a USD 2.277 M), lo que implica que **para cumplir el objetivo el BCRA tendría que adquirir en el MULC un total de USD 7.000 M**. Esto es, si se asume que los DEG acumulados a hoy serán aplicados a futuros pagos al FMI y sin tener en cuenta el uso de divisas por parte del BCRA para intervenir en las cotizaciones financieras, por ejemplo. Evidentemente, **incluso la reducida meta sigue siendo difícil de alcanzar dado el punto de partida**.

Por otro lado, el reporte del *staff* técnico hizo referencia a las acciones previas acordadas, entre las que se incluyen las ya mencionadas subas de tipo de cambio y de tasas de interés; pero hubo otras. Por un lado, se estableció un límite del 3% promedio anual al incremento real de los salarios públicos. Dado el crecimiento de los salarios públicos exhibido durante los primeros siete meses, esto implica una caída en términos reales del orden del 5% entre agosto y diciembre. Adicionalmente, se estableció que se anunciarán nuevas actualizaciones de las tarifas eléctricas para los consumidores residenciales subvencionados y los usuarios comerciales, que entrarán en vigor el 1 de septiembre.

## Déficit Primario

En % del PBI



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

**Estas últimas dos acciones apuntan a alcanzar la meta fiscal acordada de -1,9% del PBI**, déficit recalculado en ARS -3.286,5 MM en base a las nuevas proyecciones de inflación (120% para diciembre, contra el 60% previsto en la cuarta revisión) y de PBI real (-2,5% promedio anual, desde la anterior estimación de +2,0%). No obstante, estimamos que parte de su efecto se vería neutralizado por las nuevas medidas anunciadas el fin de semana pasado por el ministro de Economía, que apuntan a compensar el impacto negativo de la devaluación y de la aceleración inflacionaria sobre el poder de compra. Las medidas incluyen bonos jubilados y beneficiarios de

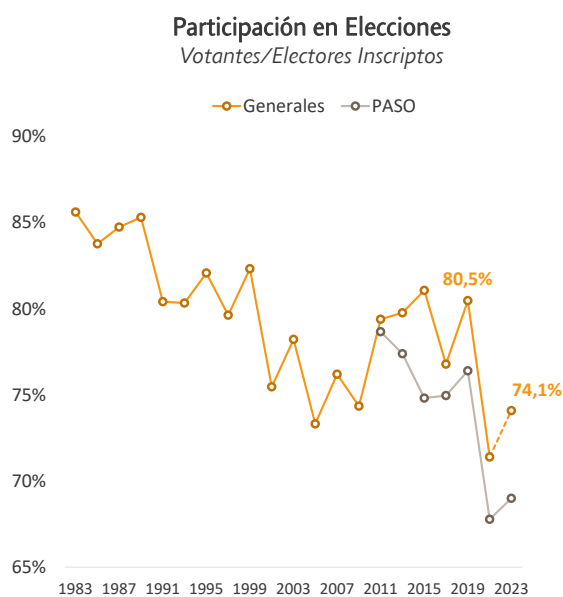


Asignaciones Familiares, dos cuotas mensuales para los titulares de la Tarjeta Alimentar (con una suba del 30% una vez terminado el refuerzo), un aumento del beneficio Potenciar Trabajo, bonos para trabajadores formales a cuenta de futuros incrementos salariales y exenciones temporarias en el pago de ciertos impuestos a monotributistas.

**En conjunto, las medidas anunciadas el fin de semana tendrían un costo fiscal que ascendería a alrededor del 0,4% del PBI.** Según nuestras proyecciones, la dinámica del déficit fiscal previa al paquete de medidas fiscales de fines de julio apuntaba a un rojo de 3,5% del producto. Los mayores impuestos al comercio exterior, el anticipo del II.GG. (para aquellas empresas con ganancias extraordinarias de más de ARS 600 M en 2022 pero que el año pasado no habían registrado impuesto) y el efecto positivo de la devaluación sobre la recaudación, contrarrestado por las medidas compensatorias del fin de semana, llevarían a un rojo de las cuentas fiscales de alrededor del 2,8% del PBI.

Esta cifra sigue mostrando una divergencia respecto del objetivo establecido en la última revisión del EFF. A su vez, dejaría un rojo fiscal de magnitud considerable para quien asuma la presidencia el 10 de diciembre, en medio de un contexto de elevada incertidumbre. Teniendo en cuenta que el resultado de agosto no es definitivo y que el próximo desembolso del FMI está pautado para noviembre, después de las elecciones, la apuesta del Gobierno luce entendible. Incluso **tiene sentido esperar algún grado de continuidad en la intervención por parte del BCRA en los mercados financieros con el objetivo de mantener acotada la volatilidad del CCL** (algo que mencionó el ministro de Economía en su conferencia de prensa el viernes de la semana pasada, pero que no fue ratificado por el FMI en su revisión). Esto es aun a costa de que la entidad monetaria pierda más Reservas y se aleje de una meta que, como ya se mencionó, es de difícil cumplimiento.

Respecto de las posibilidades de revertir el resultado en las elecciones de octubre, es importante recordar que **entre las PASO y las generales suele haber un incremento en la participación que en las últimas dos elecciones presidenciales promedió los 5 puntos.** De darse una suba similar este año, el número de votantes podría aumentar en 1,7 millones, mientras que la distancia entre las tres principales fuerzas fue de 418.000 entre La Libertad Avanza y Juntos por el Cambio, y de 237.000 entre Juntos por el Cambio y Unión por la Patria. Al esperado incremento de la participación habría que



Fuente: Banco Galicia en base a Observatorio Político Electoral

sumarle el usual aumento en la cantidad de votos válidos totales, habida cuenta de que el número de votos en blanco y nulos suele mostrar una caída entre las elecciones primarias y las generales. Ante estas variaciones y dada la ajustada diferencia de las PASO, **el resultado de octubre todavía parece lejos de haber quedado definido**. Esto explica los esfuerzos del Gobierno, incluso aunque las **políticas expansivas anunciadas actúen en detrimento de la meta fiscal acordada con el FMI**.

## 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.*