

PUNTO DE PARTIDA

Finalmente, el dilatado proceso electoral que venía marcando la agenda político-económica de Argentina desde principios de año ha llegado a su fin: **el domingo 19 de noviembre tuvo lugar la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, en la cual Javier Milei se consagró como presidente electo.** De este modo, nos encontramos atravesando un período de transición que, si bien es breve, no deja de ser relevante ante la expectativa por las definiciones se vayan dando respecto del rumbo del próximo Gobierno.

Los mercados están particularmente pendientes de la designación del ministro de Economía, dado que los desequilibrios acumulados en este frente son numerosos y de magnitud considerable, y será necesario encararlos con pericia para no desatar de manera desmedida las tensiones hasta ahora relativamente contenidas (aunque no del todo asintomáticas).

Tras su triunfo en el *ballotage*, **Javier Milei ha mencionado en reiteradas ocasiones que el foco de su política económica estará puesto inicialmente en “solucionar el problema de las LELIQ”.** Los pasivos remunerados del BCRA son uno de los tantos desequilibrios macroeconómicos a resolver, junto con el cepo, el atraso cambiario, la deuda de los importadores acumulada en los últimos años con sus proveedores del exterior y el déficit fiscal.

Todavía se desconoce qué tipo de soluciones podría diseñar el nuevo Gobierno para encarar los distintos desafíos, que están interrelacionados. Por caso, el cepo cambiario y la deuda de los importadores están vinculados al *stock* de pasivos remunerados, ya que la contracara de los dólares adeudados a los proveedores del exterior son los pesos depositados en el sistema financiero argentino, los cuales a su vez se encuentran encajados en LELIQ y pases del BCRA. **En un contexto de escasez de divisas propiciado por el atraso cambiario, la demanda contenida de dólares no podría liberarse bruscamente, dado que de eliminarse las restricciones cambiarias de manera repentina el aluvión de pesos podría llevar a un fuerte incremento del tipo de cambio.** A su vez, cualquier medida implementada dependerá de un ancla fiscal, por lo que alcanzar el equilibrio de las cuentas públicas también será clave en 2024.

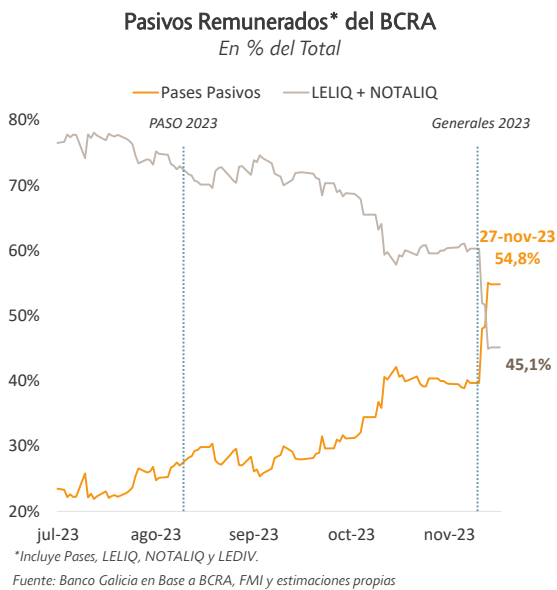
Los mercados están expectantes respecto de cómo se encararán los desequilibrios de la economía argentina, ya que la delicada situación implica que una ejecución desacertada corre el riesgo de desencadenar una crisis. Por el momento, **Milei se ha pronunciado en favor de una resolución pragmática de la herencia recibida.** La mayor incógnita ahora no es ya la dirección que adoptará el nuevo Gobierno si no su capacidad para lograr con éxito la corrección de los desequilibrios macroeconómicos acumulados.

HAY PRESIDENTE ELECTO, ¿Y AHORA?

Finalmente, el dilatado proceso electoral que venía marcando la agenda político-económica de Argentina desde principios de año ha llegado a su fin: el domingo 19 de noviembre tuvo lugar la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, en la cual Javier Milei se consagró como presidente electo. El candidato liberal se hizo de la victoria con el 55,7% de los votos afirmativos, una diferencia de más de 11 puntos respecto del 44,3% del candidato del actual oficialismo, Sergio Massa. De este modo, la etapa electoral se encuentra formalmente finalizada y **nos encontramos atravesando un período de transición que, si bien es breve, no deja de ser relevante ante la expectativa por las definiciones que se vayan dando respecto del rumbo del próximo Gobierno**. Es decir, a pesar de que el proceso electoral ha finalizado y de que se ha despejado la duda respecto de quién será el presidente durante los siguientes cuatro años, todavía persisten numerosas incógnitas respecto de qué nos deparan los próximos meses.

Durante los últimos diez días Milei y los referentes de su espacio han dado algunos indicios respecto de quiénes integrarán los distintos equipos dentro del Poder Ejecutivo. La recientemente formada Oficina del Presidente Electo ha ido definiendo quiénes integrarán el Gabinete de Ministros de Milei en sucesivos comunicados, y se han visto acercamientos entre La Libertad Avanza y referentes de distintos espacios, como Patricia Bullrich y Florencio Randazzo. Adicionalmente, esta mañana el propio Javier Milei confirmó que su ministro de Economía será Luis Caputo, con quien acaba de efectuar un viaje a los Estados Unidos que incluyó reuniones con el equipo técnico del FMI, el expresidente Bill Clinton y el consejero de Seguridad Nacional de los Estados Unidos, Jake Sullivan. La designación del ministro de Economía es clave, dado que **los desequilibrios acumulados en el frente económico son numerosos y de magnitud considerable, y será necesario encararlos con pericia para no desatar de manera desmedida las tensiones hasta ahora relativamente contenidas (aunque no del todo asintomáticas)**.

En primer lugar, tras su triunfo en el *ballotage* Javier Milei ha mencionado en reiteradas ocasiones que el foco de su política económica estará puesto inicialmente en "solucionar el problema de las LELIQ". Por esto, el presidente electo se refiere a los pasivos remunerados del BCRA, instrumento de política monetaria empleado para esterilizar la emisión monetaria derivada del financiamiento del BCRA al Tesoro para cubrir el rojo de las cuentas fiscales. Los pasivos remunerados están hoy

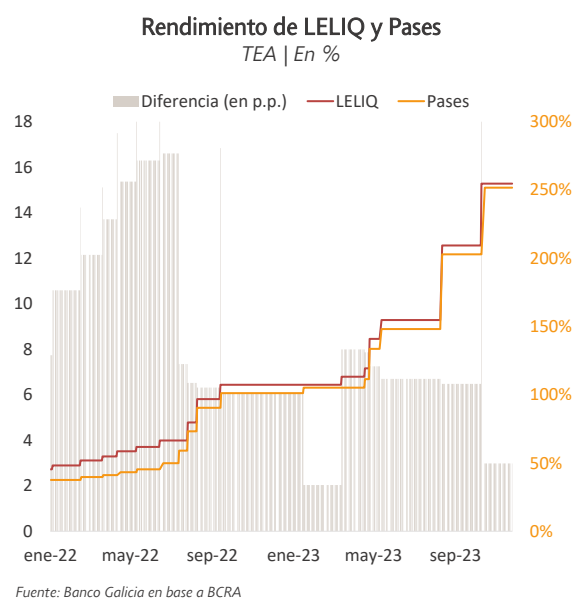


compuestos por LELIQ y pasos pasivos, y han ido *in crescendo* en los últimos años al punto tal que ascienden hoy a alrededor del 14% del PBI; en diciembre de 2019, este ratio era de 5,4%.

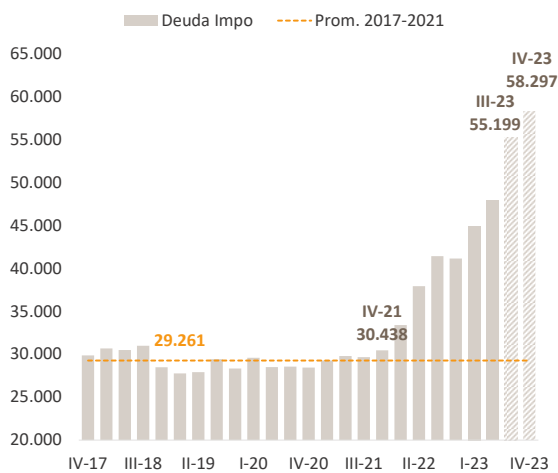
Este crecimiento es una consecuencia del permanente déficit de las cuentas fiscales, financiándose crecientemente con emisión por parte del BCRA. Por caso, entre diciembre 2019 y hoy, el BCRA ha emitido un total de ARS 3,5 billones en concepto de Adelantos Transitorios (computando devoluciones efectuadas a través de la venta de DEG al BCRA) y ha girado Utilidades al Tesoro por ARS 2,8 billones. Entre junio de 2022 y noviembre de 2023 se sumaron, además, alrededor de ARS 2,5 billones por la ejecución de *puts* y ARS 6,1 billones emitidos por compras de títulos públicos en el mercado secundario. Esta última es la operatoria que ha facilitado la colocación de nueva deuda por parte del Tesoro para cubrir el déficit de sus cuentas.

Los comentarios del presidente electo y la falta de precisión respecto de cómo se planea solucionar “el problema de las LELIQ” han llevado a un cambio en la composición de LELIQ y pasos, la cual se invirtió a lo largo de la semana pasada. El martes 21 de noviembre sólo el 39,7% de los vencimientos de LELIQ fue renovado, mientras que el jueves 23 el porcentaje fue del 10,5% de los vencimientos; el remanente fue colocado en pasos a un día. Así, el saldo de pasos se incrementó de casi ARS 9,2 billones a ARS 13 billones entre el 17 y el 24 de noviembre. En simultáneo, el saldo de LELIQ se retrajo de casi ARS 14 billones a ARS 10,7 billones. Vale la pena mencionar que esta preferencia por la liquidez implica cierto sacrificio de la rentabilidad, aunque menor habida cuenta de que la tasa efectiva de los pasos asciende a 251,8%, sólo 3 puntos por debajo del rendimiento efectivo anual de las LELIQ. De todos modos, independientemente de la relación entre LELIQ y pasos, los pasivos remunerados del BCRA como un todo son uno de los tantos desequilibrios macroeconómicos a resolver, y explican por qué levantar las restricciones cambiarias es tan complicado.

Sobre la cuestión de cómo y cuándo levantar el cepo cambiario tampoco hay certezas, y la elevada deuda comercial acumulada en los últimos dos años suma un grado de complejidad al asunto mucho mayor al de 2015. Entre enero de 2022 y octubre de 2023 (último dato disponible), la deuda comercial de los importadores se incrementó en USD 23.500 M, llegando a un *stock* aproximado de USD 58.300 M y duplicándose en menos de dos años respecto de sus niveles promedio de 2020-2021. A modo de comparación, en diciembre de 2015 la deuda comercial acumulada en los



Deuda Comercial Importadores En USD Millones



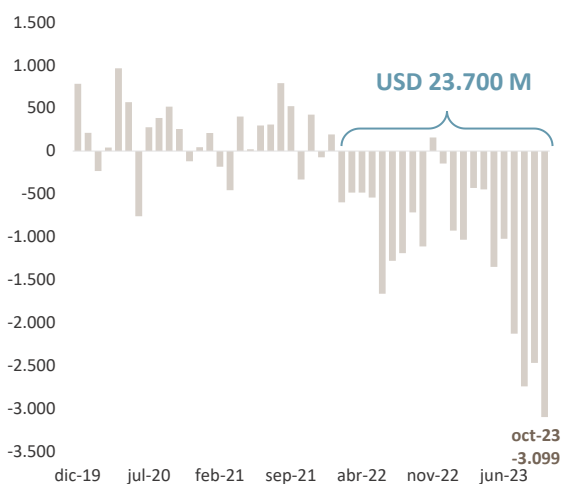
*IV-23 incluye el dato hasta octubre
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

últimos dos años del cepo iniciado en 2011 sumaba aproximadamente USD 7.000 M.

Todavía se desconoce qué tipo de solución podría diseñar el nuevo Gobierno para eliminar las restricciones cambiarias, pero está relacionada con el *stock* de pasivos remunerados: **la contracara de los dólares adeudados a los proveedores del exterior son los pesos depositados en el sistema financiero argentino, los cuales a su vez se encuentran encajados en LELIQ y pases del BCRA.** La demanda contenida de dólares no puede liberarse bruscamente, dado que de eliminarse las restricciones cambiarias de manera repentina el aluvión de pesos podría llevar a un fuerte incremento del tipo de cambio en un contexto de escasez de divisas. A lo largo de cuatro años de restricciones cambiarias, durante los cuales se utilizó parte de las Reservas Internacionales para limitar la suba del tipo de cambio oficial (a costa de competitividad) y otra parte para contener las cotizaciones financieras (en combinación con la proliferación de normativas que limitaron la normal operatoria de los mercados financieros), los pesos se fueron acumulando y los dólares fueron mermando.

El foco del presidente electo también está puesto en reducir el déficit primario y financiero, y en alcanzar el equilibrio fiscal para fines de 2024 (incluyendo el pago de intereses). Esto es clave, ya que es la monetización del déficit fiscal y su posterior esterilización la que tracciona el crecimiento real de los pasivos remunerados del BCRA. En recientes entrevistas, Milei ha mencionado la obra pública y las transferencias discrecionales a provincias como dos líneas del gasto sobre las cuales habría margen de recorte. La obra pública representa actualmente alrededor de 1,7%, y la propuesta de Milei sería que se financiara de manera privada.

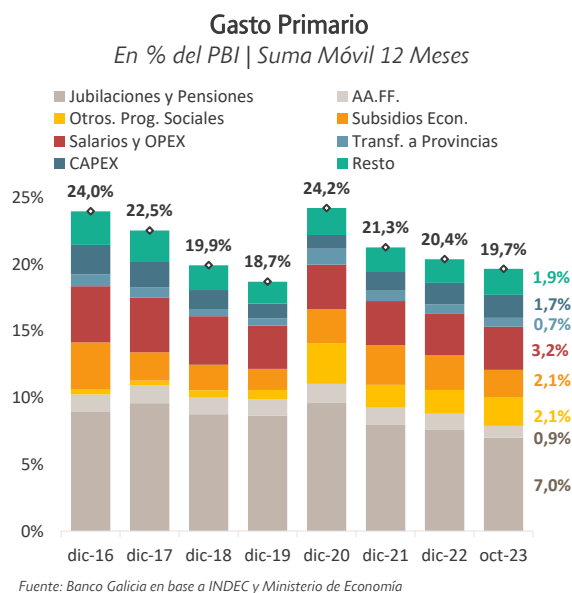
Deuda Comercial Importadores En USD Millones | Impto MULC CIF – Impto ICA CIF



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

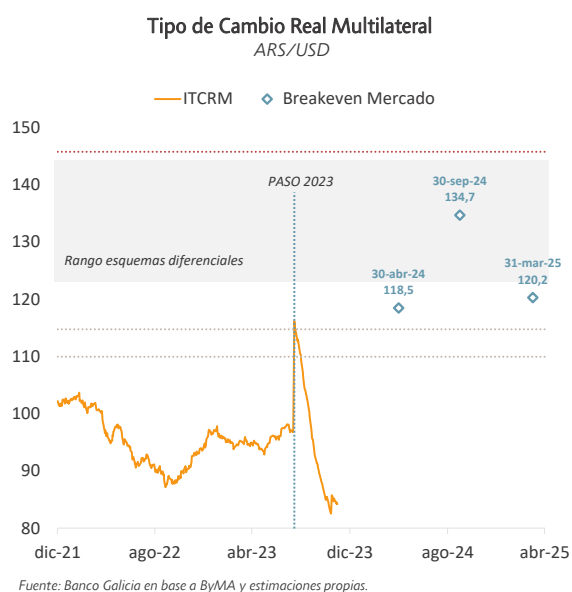
Por su parte, las transferencias discrecionales a provincias (éstas no incluyen los recursos coparticipados, que se distribuyen de manera automática entre las provincias y la Nación según proporciones establecidas por ley) suman aproximadamente 1,3% del PBI, incluyendo corrientes y de capital. No obstante, la reducción de estas transferencias luce complicada, dado que el nuevo presidente necesita del apoyo y la cooperación de los diferentes gobernadores para aprobar el paquete de leyes y reformas que quiere implementar (el cual presentaría ante el Congreso el 11 de diciembre, según afirmó en una entrevista reciente). ¿Tendrá que sacrificar esta línea de ajuste en pos de asegurarse un mayor grado de gobernabilidad?

Otro punto que vale la pena mencionar es que el ajuste del déficit financiero que quiere alcanzar Milei en su primer año de

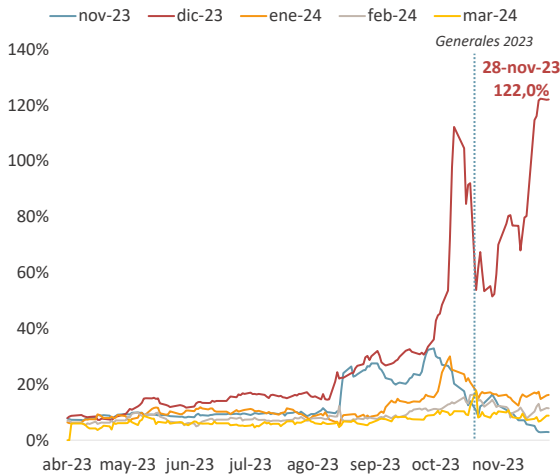


mandato luce ambicioso. Según el informe de sostenibilidad de la deuda que elabora el FMI, un ajuste fiscal primario de más de 2 puntos del PBI se llevó a cabo en sólo el 25% de los casos analizados (casi 200 países en el período 1990-2019). Considerando un recorte del déficit de 5 puntos o más, el número de casos se reduce al 12% del total analizado. Con que el rojo primario de Argentina apunta a cerrar el 2023 en torno al 3%, a lo que hay que sumar el pago de intereses por alrededor del 1,8%, el equilibrio financiero en 2024 se alcanzaría efectuando un recorte de una magnitud poco usual. Más aún, el informe de sostenibilidad considera el recorte del déficit acumulado en el lapso de tres años, no en uno solo; por ende, el desafío luce todavía más remoto. Podría argüirse que el déficit primario inercial del 2024 sería menor al de este año, dado que se prevé recuperar parte de la recaudación perdida en 2023 a causa de la sequía (alrededor de 0,5 puntos del PBI), sumado a que una corrección del atraso cambiario permitiría recomponer la recaudación asociada al comercio exterior. No obstante, desconocemos si se eliminará el impuesto PAIS (que en los últimos doce meses representó 2,9% de la recaudación total y 4,4% de los recursos tributarios de Nación, alcanzando 0,7 puntos del PBI) o los anticipos del Impuesto a las Ganancias y del Impuesto a los Bienes Personales para las compras efectuadas en moneda extranjera.

Otro de los desequilibrios macroeconómicos que quedarán para el Gobierno entrante es el del atraso cambiario. Independientemente de qué suceda con el cepo (es decir, más allá de si en el corto plazo se eliminan total o parcialmente los controles cambiarios), el tipo de cambio oficial actual se encuentra apreciado en términos históricos. **El actual Gobierno ha ido intentando subsanar este atraso a lo largo del último año y medio, implementando esquemas diferenciales extendidos a cada vez más bienes y con tipos de cambio cada vez más altos.** De hecho, el esquema cambiario fue modificado tras el *ballotage*, permitiendo a los exportadores liquidar el 50% de sus ventas en el mercado oficial y el 50% restante en el CCL, una suba respecto del esquema 70%/30% que había regido desde fines de octubre. Adicionalmente, el tipo de cambio oficial reanudó un *crawling peg* a partir del 15 de noviembre, después de tres meses fijo en ARS/USD 350. Con dólar oficial que el martes 27 de noviembre cerró en ARS/USD 359,5 y el CCL en ARS/USD 862,5, el tipo de cambio para exportadores se ubica actualmente en torno a los ARS/USD 611. En términos reales, esta cotización se ubica un 26% por encima del límite superior del rango establecido por el FMI como tipo de cambio real multilateral (ITCRM) de equilibrio de las cuentas externas; es decir, un tipo de cambio



Tasas Forward Futuros ROFEX
Var. % Mensual Implícita



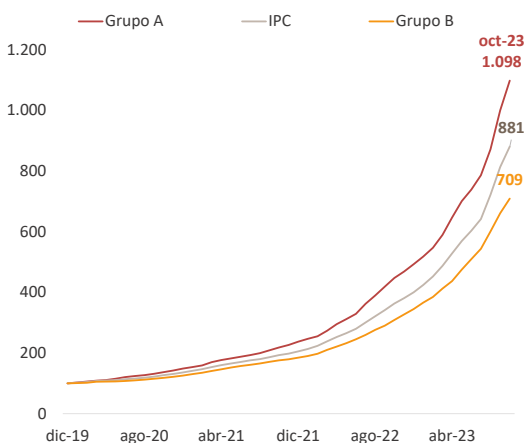
Fuente: Banco Galicia en base a ROFEX

que permita mantener Reservas sin necesidad de controles cambiarios.

Para los mercados, el tipo de cambio *breakeven* del año que viene se ubican más cerca del tipo de cambio del esquema diferencial 50%/50% que de la banda calculada por el FMI. En la misma línea, la tasa *forward* implícita entre los contratos de futuros de dólar de noviembre y diciembre se ubica en 122%, con un tipo de cambio de ARS/USD 799,5 para fines de diciembre. Una variación del tipo de cambio de semejante magnitud implicaría un ITCRM en niveles de alrededor de ARS/USD 697 a precios de hoy. Una explicación de este fenómeno podría ser que a la corrección cambiaria también se sumará el sinceramiento de las tarifas atrasadas de bienes y servicios regulados. No solamente los servicios públicos han quedado atrasados respecto de la evolución de sus costos si no que los sucesivos acuerdos de precios han dado lugar a desfases entre los productos alcanzados y aquellos excluidos de este tipo de programas. Se calcula que la inflación reprimida durante los últimos cuatro años asciende a 50 puntos si se compara la evolución de las divisiones que más aumentaron en ese período (Prendas de Vestir y Calzado, Restaurantes y Hoteles y Recreación y Cultura) respecto del resto. **Ante semejante atraso, una suba inicial más que proporcional por parte del tipo de cambio permitiría sostener la competitividad incluso tras la corrección de precios relativos.**

Para resumir, el nuevo presidente asumirá su rol el 10 de diciembre, y hereda una serie de desequilibrios macroeconómicos a los cuales deberá hacer frente. **Los mercados están expectantes respecto de cómo se encararán dichos desequilibrios, ya que la delicada situación implica que una ejecución desacertada corre el riesgo de desencadenar una crisis.** Por el momento, Milei se ha pronunciado en favor de una resolución pragmática de la herencia recibida, dejando de lado (al menos por el momento) algunas de sus propuestas más radicales, como la dolarización. Por el contrario, el presidente electo ha manifestado que busca formar equipos con referentes de distintos espacios, con el foco puesto en resolver el déficit fiscal y alcanzar el equilibrio en 2024, en eliminar el *stock* de LELIQ acumulado en los últimos años y en desarmar el enrevesado sistema de controles cambiarios. **La mayor incógnita ahora no es ya la dirección que adoptará el nuevo Gobierno si no su capacidad para lograr con éxito la corrección de los desequilibrios macroeconómicos acumulados.**

Inflación Acumulada
Índice | 100 = dic-19



* Grupo A: Prendas de Vestir y Calzado, Recreación y Cultura y Restaurantes y Hoteles.
Grupo B: Bebidas Alcohólicas y Tabaco, Vivienda (luz, gas y agua), Salud, Transporte, Transporte, Comunicaciones, Educación, Bienes y Servicios Varios.
Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

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.