

MIND THE GAP*

Luego del salto del tipo de cambio de diciembre la brecha cambiaria llegó a acortarse a sólo 10%. Sin embargo, en el último mes el **CCL volvió a acelerarse** llevando el diferencial de ambos tipos de cambio nuevamente por encima del 50%. Existen múltiples causas que pueden haber jugado para generar este desenlace. Entre ellas destacamos la estacionalidad típica de la demanda de dinero, el escaso interés por el BOPREAL y tasas reales fuertemente negativas.

El aumento de la inflación, impulsado por la corrección de precios relativos (donde se destaca el salto del tipo de cambio), implica, también, un desafío para el **crawling peg del 2% mensual** al que se comprometió el BCRA. La velocidad a la que pierde competitividad el tipo de cambio hace que el mercado vea una fecha de vencimiento relativamente cercana para este deslizamiento, más concretamente, marzo.

Esta expectativa de suba en el tipo de cambio oficial se contrapone con una tasa de interés mensual en pesos que ronda el 8%. De persistir esta situación, **los incentivos para una liquidación a tiempo de la cosecha gruesa no están garantizados**. La corrección puede venir por un salto más abrupto del tipo de cambio, una suba de tasas o una combinación de ambas.

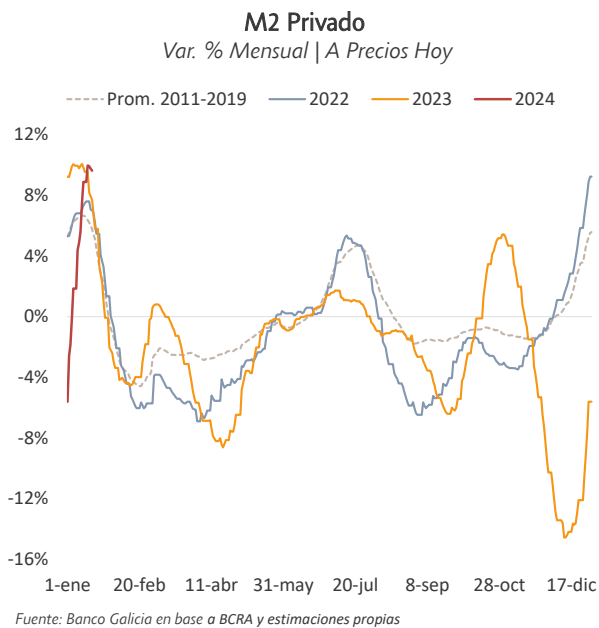
La reducción de la tasa de interés de diciembre parece buscar una **reducción más rápida de los pasivos monetarios** del BCRA, que se suma a la colocación -por ahora limitada- de BOPREAL y la recompra de títulos públicos en manos del BCRA por parte del Tesoro. El objetivo implícito de reducir rápidamente la cantidad real de dinero en la economía en algún momento deberá ceder espacio a uno ulterior que es la reducción sostenida de la inflación. Para ello, la política monetaria deberá adaptarse, **mejorando la transmisión de la tasa de política monetaria y garantizando tasas reales positivas**.

Mientras tanto, la actividad económica ya empieza a dar **muestras evidentes de recesión**, con el EMAE arrojando una retracción de 1,4% en noviembre y numerosos indicadores sectoriales verificando caídas crecientes en el mes de diciembre. La caída de la actividad durante los próximos meses puede ser un factor que permita una **desaceleración de la inflación** mayor a la prevista por el consenso de los analistas, aunque el aumento de precios regulados y el ajuste previsto del tipo de cambio imponen un piso elevado todavía.

Con ese telón de fondo se observa una intensa actividad política en el Congreso, donde continúan las negociaciones con la **"oposición dialoguista"** para poder aprobar la Ley de Bases. Allí no solo se juega parte del ajuste fiscal anunciado en diciembre por el Ministro de Economía, sino que se observa la capacidad del gobierno de llevar adelante su agenda, siendo Milei el Presidente con menor representación parlamentaria propia desde la vuelta de la democracia.

**Frase de advertencia a los pasajeros del tren/subte inglés para que tengan en cuenta el espacio entre la puerta del tren y el borde del andén de la estación y así evitar lesiones al subir/bajar*

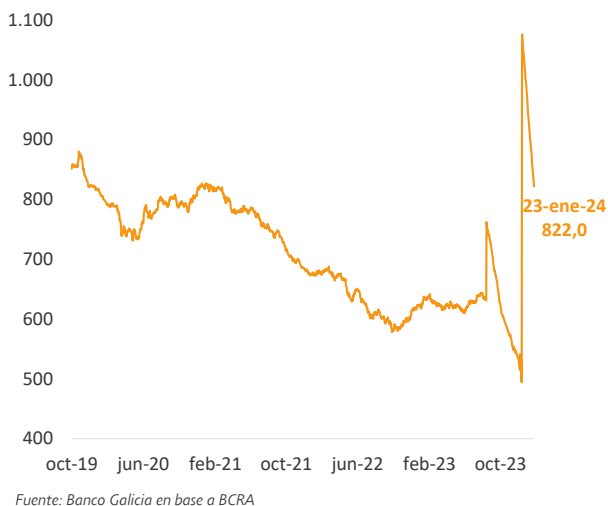
MIND THE GAP



Luego del salto del tipo de cambio de diciembre la brecha cambiaria llegó a acortarse a solo 10%. Sin embargo, en el último mes el **CCL volvió a acelerarse** llevando el diferencial de ambos tipos de cambio nuevamente por encima del 50%. Existen múltiples causas que pueden haber jugado para generar este desenlace. Un primer factor para tener en cuenta es la **estacionalidad típica de la demanda de dinero**, que suele mostrar un incremento durante diciembre y los primeros días de enero y que tiende a revertirse a partir de la segunda quincena de este mes, encontrando un piso en febrero.

Una segunda variable a considerar es la **escasa demanda por BOPREAL**, el bono que emite el Banco Central para que los importadores puedan canalizar el pago de las deudas acumuladas con sus proveedores del exterior. La poca profundidad del mercado secundario y un precio en el mercado que hoy ronda los USD 65 dejan un tipo de cambio implícito para el importador cerca de ARS/USD 1.300, en torno a la cotización actual del CCL. En consecuencia, en las últimas semanas varios importadores habrían canalizado pagos vía CCL, añadiendo presión sobre los tipos de cambio paralelos. Finalmente, la **baja de tasas de interés** impulsada por el BCRA en diciembre, sumada a la expectativa de tasas de inflación elevadas durante los meses de verano, han llevado a las tasas reales observadas en títulos CER cortos a niveles del -100%. Con una nominalidad que corre a un ritmo mensual del 20%/25%, pocas semanas de estabilidad en el CCL alcanzan para que vuelva a ser un objeto de deseo de varios inversores.

Tipo de Cambio Real Multilateral
A Precios de Hoy | ARS/USD

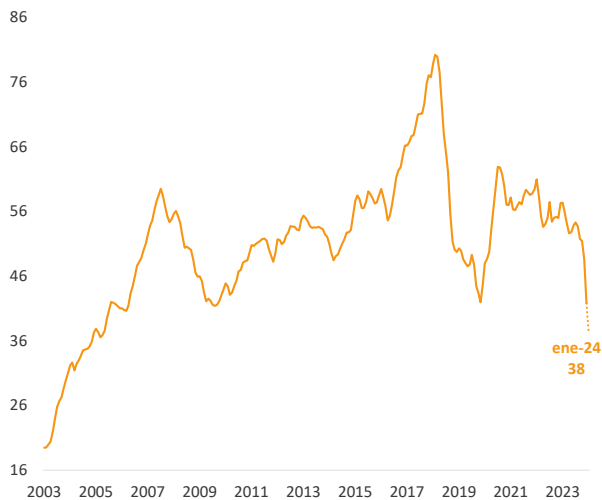


El aumento de la inflación, impulsado por la corrección de precios relativos (donde se destaca el salto del tipo de cambio), implica, también, un desafío para el **crawling peg del 2% mensual** al que se comprometió el BCRA. El Tipo de Cambio Real Multilateral ya se ubica 23,6% por debajo del pico alcanzado en diciembre, cuando el tipo de cambio oficial saltó a USD/ARS 800. La velocidad a la que pierde competitividad el tipo de cambio hace que el mercado vea una fecha de vencimiento relativamente próxima para este deslizamiento; más concretamente, marzo. Según la curva de futuros de ROFEX, a partir de ese mes el tipo de cambio oficial comenzaría a moverse, en promedio, por encima del 10% mensual hasta agosto.

Esta expectativa de suba en el tipo de cambio oficial se contrapone con una tasa de interés mensual en pesos que ronda el 8%. De persistir esta situación, **los incentivos para una liquidación a tiempo de la cosecha gruesa no están**

Base Monetaria + Pasivos Remunerados del BCRA

En ARS Billones | A Precios Hoy



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

garantizados. La corrección puede venir por un salto más abrupto del tipo de cambio, una suba de tasas o una combinación de ambas.

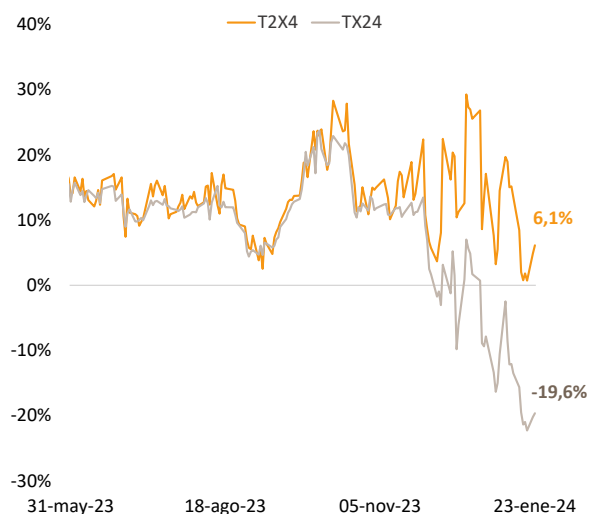
El recorte de la tasa de interés de diciembre parece buscar una **reducción más rápida de los pasivos monetarios** del BCRA, que se suma a la colocación -por ahora limitada- de BOPREAL y a la recompra de títulos públicos en manos del BCRA por parte del Tesoro. Estas operaciones permitieron que la base monetaria crezca desde el 11-dic-23 sólo ARS 84.000 M, pese a que se emitieron ARS 4.038.000 M por la compra de divisas en el MULC. A modo de referencia, en el mismo período del año anterior la base monetaria se había expandido en ARS 699.000 M, con compras de divisas al sector privado que habían sumado ARS 433.000 M. De esta forma, desarme de LELIQ mediante, la base monetaria y los pasivos remunerados promedio de ene-24 cayeron 22,7% en términos reales con relación a nov-23, alcanzando el valor más bajo desde 2005.

El objetivo implícito de reducir rápidamente la cantidad real de dinero en la economía en algún momento deberá ceder espacio a uno ulterior, que es la reducción sostenida de la inflación. Para ello, la política monetaria deberá adaptarse. En este sentido, el FMI incluyó en el anuncio del **Staff-Level Agreement de la Séptima Revisión del EFF** vigente el siguiente párrafo: “La **orientación de la política monetaria evolucionará** para apoyar la demanda de dinero y la desinflación, mientras que el marco y las operaciones de la política monetaria se ajustarán para reforzar su papel de anclaje. Las autoridades se han comprometido a poner fin al crédito del Banco Central al Gobierno y seguirán reduciendo el gran excedente de pesos, y reforzando gradualmente el balance del Banco Central.” La última parte de este extracto hace referencia a la política monetaria que estamos observando en estos días, mientras que la primera parece ser una “asignatura pendiente”.

Las tasas reales son fuertemente negativas en el corto plazo, como señalamos anteriormente. Sin embargo, si se observan las tasas *forward* de la curva CER a partir de mediados de año (tomamos el T2X4, que vence en jul-24, vs. el T2X5 como referencia), se empiezan a observar expectativas de **tasas reales positivas**. Una vez que se hayan completado la mayoría de los ajustes de precios relativos, el gobierno podría estar en condiciones de lanzar formalmente un plan de estabilización que reduzca de manera sostenible la inflación. La experiencia muestra que estos procesos suelen venir acompañados de tasas reales de interés -fuertemente- positivas.

Tasas Forward vs. T2X5

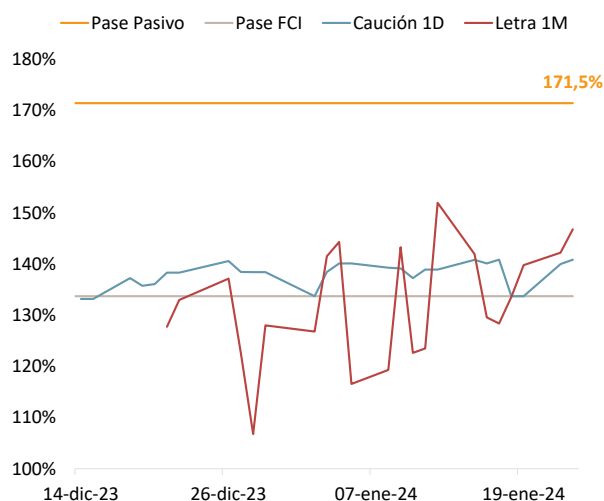
En TNA



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

Tasas de Mercado y BCRA

TEA en %



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

Asimismo, debería definirse un esquema que permita **mejorar la transmisión de la tasa de política monetaria**, que a partir de diciembre pasado pasó a ser la tasa de pases pasivos del BCRA. Esta tasa a un día se fijó en 100% TNA (171,5% TEA). Sin embargo, las tasas de mercado no parecen estar siguiendo esta señal. Tanto las Letras del Tesoro como las cauciones a un día exhiben valores más cercanos a la tasa de pases a Fondos Comunes de Inversión (85% TNA o 133,7% TEA), que actúa en la práctica como un piso de tasas del mercado ante un contexto -todavía- de exceso de liquidez.

Finalmente, la **compra de dólares por parte del BCRA** desde el inicio de la nueva gestión quizás sea el punto más saliente, habiéndose acumulado un saldo positivo por casi USD 5.500 M. Esto se ha logrado en buena parte a costa de un acceso aún muy restringido de los importadores al mercado de cambios, con el consecuente impacto sobre precios y actividad durante la primera parte del año. El cronograma de liberación del pago de importaciones apunta a los meses de abril/mayo, momento en el que se esperan las divisas del sector agroexportador, con una cosecha que promete aportar casi USD 49.000 M este año, unos USD 10.500 M más que en 2023.

PLAN FISCAL: LA INFLACIÓN NECESITA FRENSOS

En 2023, el déficit fiscal primario ascendió a 2,9%, un deterioro respecto del rojo de 2022 (-2,4%). El resultado se dio de la mano de una caída real de 7,3% por parte de los ingresos totales, mayormente explicada por el desplome de la recaudación vía derechos de exportación (producto de la sequía que azotó al país entre fines de 2022 y principios de 2023 y que comprometió a la cosecha gruesa) y por una baja en la recaudación del Impuesto a las Ganancias (consecuencia de los anticipos extraordinarios aplicados en 2022, en detrimento de los ingresos del año pasado). Si bien el gasto primario cayó 4,9% real, de la mano de una reducción del gasto social y de subsidios económicos, el recorte no compensó la merma en los ingresos.

Por su parte, el déficit financiero ascendió a 6,1% del PBI, ya que los intereses ascendieron a 3,3% del producto durante 2023. Vale la pena destacar que **el pago de intereses mostró un salto llamativo en diciembre (+1,8% del PBI)**, el cual respondería en parte a la **recompra de títulos soberanos** llevada a cabo por parte del Tesoro, que utilizó los pesos obtenidos en la primera licitación de deuda de la administración Milei para comprar bonos en manos del BCRA. Esto se debe a que los dos títulos adquiridos en diciembre

Resultado Fiscal Sector Público No Financiero*

En % del PBI

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos Totales | 17,7% | 17,8% | 18,2% | 18,0% | 16,9% |
| Impuestos | 7,8% | 8,6% | 8,4% | 8,6% | 8,6% |
| IVA | 3,2% | 3,1% | 3,1% | 3,2% | 3,5% |
| II.GG. | 1,6% | 1,8% | 1,8% | 2,1% | 1,6% |
| DEX | 2,4% | 2,0% | 2,7% | 2,5% | 1,4% |
| Seguridad Social | 5,7% | 5,6% | 5,1% | 5,2% | 5,1% |
| Rentas Propiedad | 0,5% | 0,6% | 0,8% | 0,9% | 1,0% |
| Resto | 1,3% | 1,0% | 1,2% | 0,8% | 0,8% |
| Gasto Primario | 18,7% | 24,2% | 21,3% | 20,4% | 19,8% |
| Prestaciones Sociales | 11,4% | 15,1% | 11,7% | 11,3% | 10,7% |
| Subsidios Económicos | 1,6% | 2,6% | 3,0% | 2,6% | 2,1% |
| OPEX | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,1% | 3,3% |
| Transferencias Prov. | 0,6% | 1,2% | 0,8% | 0,7% | 0,8% |
| Gasto de Capital | 1,1% | 1,0% | 1,4% | 1,6% | 1,6% |
| Resto | 0,9% | 1,1% | 1,1% | 1,0% | 1,2% |
| Rdo. Primario | -1,0% | -6,4% | -3,0% | -2,4% | -2,9% |
| Intereses | 3,4% | 2,0% | 1,5% | 1,8% | 3,3% |
| Rdo. Financiero | -3,8% | -8,4% | -4,5% | -4,2% | -6,1% |

*Neto de ingresos extraordinarios por transferencias de FGS a ANSES (Fondo de Reparación Histórica + venta de activos fijos + transferencia de Lotería Nacional de Nación a CABA), ampliación de capital del FMI en 2021, rentas de la propiedad percibidas por licitaciones primarias de títulos públicos en 2022 (tope de 0,3%) y licitación del SG en 2023.

Fuente: Banco Galicia en base a MECON e INDEC

Déficit Primario Sector Público Nacional

En % PBI

| | En % PBI |
|-------------------------------------|--------------|
| Rdo. Primario 2023 | -2,9% |
| Reforma II.GG. | -0,4% |
| Retenciones DGA | -0,3% |
| Normalización Cosecha | 0,7% |
| Inercia Rdo. Primario 2024 | -2,9% |
| Intereses | -2,2% |
| Inercia Rdo. Financiero 2024 | -5,1% |
| 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% |

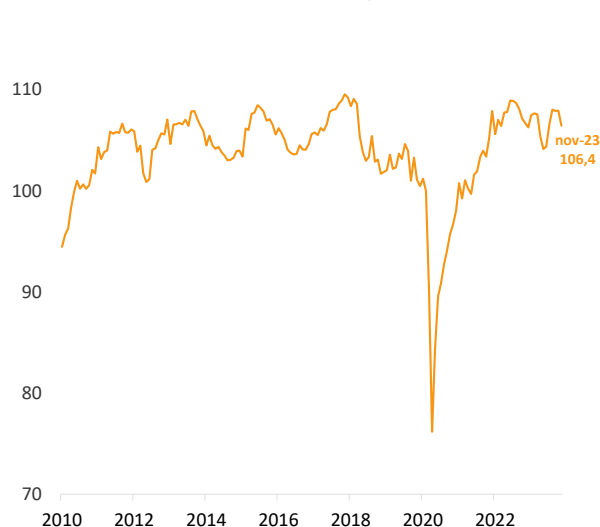
Fuente: Banco Galicia en base a MECON

tenían incorporado un ajuste por inflación relevante (particularmente en el caso del bono Discount, que viene reflejando la evolución del CER desde hace casi 20 años), la cual estimamos en alrededor de ARS 2,5 B (1,3% del PBI de 2023). En enero, el Tesoro repitió esta operatoria, comprando al BCRA ARS 875.000 M del bono CER T5X4 con los pesos obtenidos en la primera licitación del año. Como resultado, el déficit financiero de enero se vería impactado por una carga adicional de intereses (+ARS 600 M), aunque su incidencia en términos del PBI sería significativamente menor a la de diciembre.

El nuevo Gobierno se ha puesto como objetivo recortar el déficit no solamente primario sino también financiero. Con un pago de intereses estimado en 2,2% durante 2024 (sin computar posibles recompras de títulos soberanos por parte del Tesoro al BCRA), el equilibrio financiero implicaría un superávit primario de 2,2% del PBI. El Gobierno ha publicado una serie de ajustes sobre el gasto y la suba de ciertos impuestos con el propósito de alcanzar este objetivo. El desafío de que se alcance el déficit cero radica particularmente en dos cuestiones. En primer lugar, **alrededor un tercio del ajuste del rojo fiscal depende de la aprobación de la "Ley de Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los Argentinos"**, que actualmente está siendo debatida en el Congreso y que la próxima semana sería votada en la Cámara de Diputados. En caso de no ser aprobada, el Gobierno deberá buscar una alternativa si quiere alcanzar el objetivo de equilibrio financiero en 2024. De acuerdo con afirmaciones públicas del ministro de Economía, de no aprobarse las medidas económicas propuestas en la Ley, "el ajuste será mayor, fundamentalmente para las provincias".

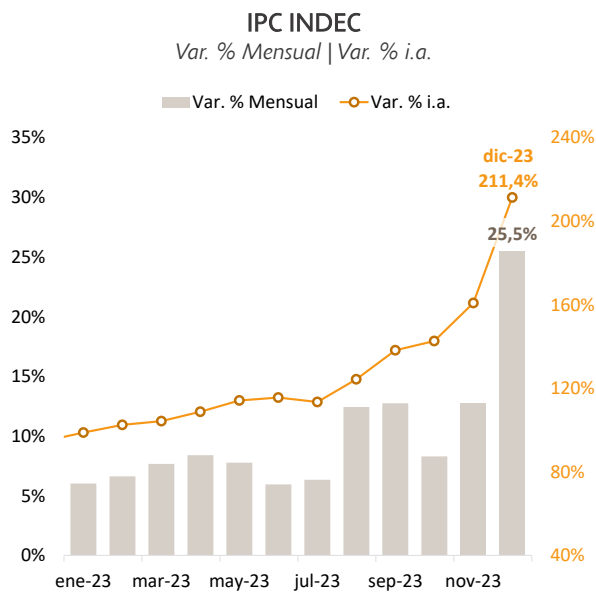
Estimador Mensual de la Actividad Económica

Índice Desestacionalizado | feb-20 = 100



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

Por otro lado, la actividad económica ya empieza a dar **muestras evidentes de recesión**, con el EMAE arrojando una retracción de 1,4% en noviembre y numerosos indicadores sectoriales verificando caídas crecientes en el mes de diciembre (producción y patentamiento de automóviles, ventas minoristas, consumo de energía eléctrica por parte de la industria, recaudación, entre otros). Si la retracción de la actividad económica iniciada en los últimos meses de 2023 no encuentra su piso en el primer trimestre de 2024 y se extiende en el tiempo, el PBI podría caer por encima de lo inicialmente previsto, lo cual repercutiría negativamente sobre la recaudación tributaria. De acuerdo con nuestros cálculos, por cada 1 punto adicional que la economía se retraiga, será necesario un ajuste adicional de 0,3 puntos para sostener el resultado fiscal.

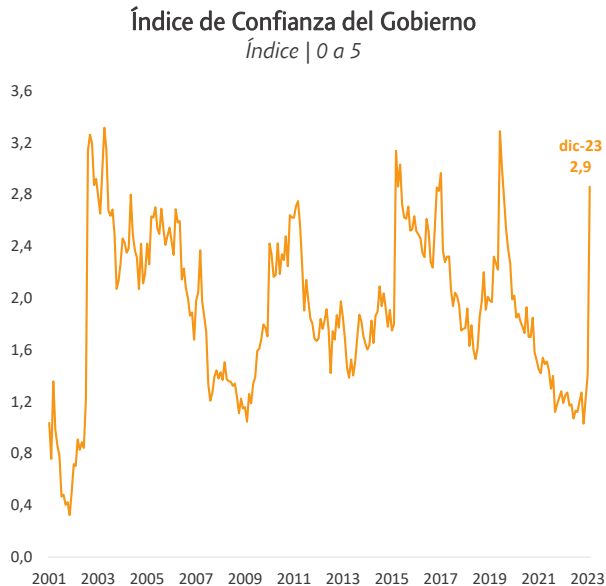


Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

La caída de la actividad durante los próximos meses puede ser un factor que permita una **desaceleración de la inflación** mayor a la prevista por el consenso de los analistas. Luego del dato de diciembre (25,5%), la inflación de enero se encontraría un escalón más abajo, según múltiples mediciones de alta frecuencia, pese a un arrastre estadístico elevado del mes anterior. Esto daría cuenta de una dinámica semanal mucho más benevolente en las últimas semanas y permitiría registrar una inflación núcleo significativamente más baja en febrero. No obstante, a partir del mes entrante se espera que se intensifiquen los aumentos de precios regulados (tarifas de servicios públicos, particularmente) y una aceleración del tipo de cambio en la previa de la cosecha gruesa tampoco puede descartarse -como discutimos previamente-, poniendo un piso a la caída del Índice de Precios al Consumidor.

LA CALLE Y EL CONGRESO

Con ese telón de fondo se observa una intensa actividad política en el Congreso, donde continúan las negociaciones con la **"oposición dialoguista"** para poder aprobar la Ley de Bases. Allí no solo se juega parte del ajuste fiscal anunciado en diciembre por el Ministro de Economía, sino que se observa la capacidad del gobierno de llevar adelante su agenda, siendo Milei el Presidente con menor representación parlamentaria propia desde la vuelta de la democracia. En este sentido, los **gobernadores** son actores claves que pueden volcar la balanza por la influencia que pueden ejercer sobre el Congreso y el Ejecutivo parece estar usando varias palancas que tiene a disposición a tal fin. Asimismo, el gobierno pretende aprovechar su **"luna de miel"** para condicionar a la oposición. El Índice de Confianza en el Gobierno que la elabora la Universidad Torcuato de Tella, saltó en diciembre a valores de los cuales sólo habían gozado Néstor Kirchner y Mauricio Macri al comienzo de sus mandatos, y Alberto Fernandez durante el inicio de la pandemia. Por supuesto, la gran incógnita es cuánto de ese **apoyo social** podrá conservar el actual Gobierno a medida que transcurran los primeros meses del año, durante los cuales la caída de la actividad tenderá a profundizarse y los efectos de la alta inflación previsiblemente horadarán una parte del mencionado salto inicial de la confianza en el Gobierno.



Fuente: Banco Galicia en base a UTDT

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.