Informe Mensual

26 de octubre de 2023

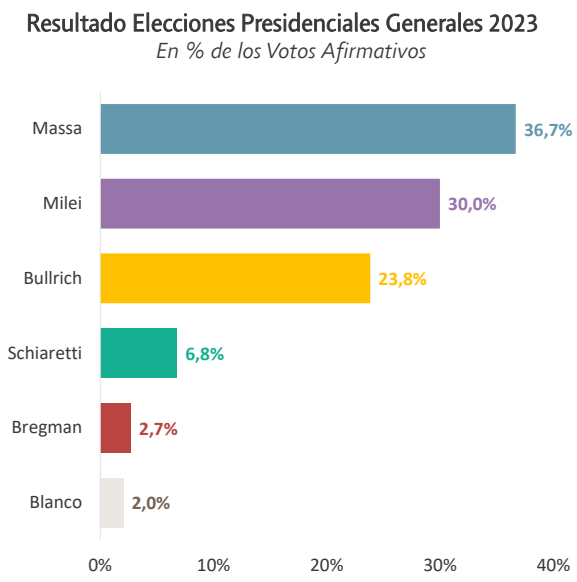
NAVEGANDO LA INCERTIDUMBRE ELECTORAL

El proceso electoral, que viene marcando la agenda político-económica de Argentina desde principios de año, se ha dilatado. El domingo 22 de octubre tuvieron lugar las elecciones presidenciales y ninguno de los candidatos logró alcanzar la cantidad de votos necesaria para ganar en primera vuelta. Así, la contienda se terminará de dirimir el domingo 19 de noviembre en un ***ballotage*** entre Sergio Massa, candidato de Unión por la Patria, y Javier Milei, de La Libertad Avanza. Las PASO ya habían sorprendido, al arrojar un resultado de tercios con Javier Milei de La Libertad Avanza a la cabeza, y las Generales lo volvieron a hacer dado que el oficialismo logró revertir el resultado de las elecciones del 13 de agosto.

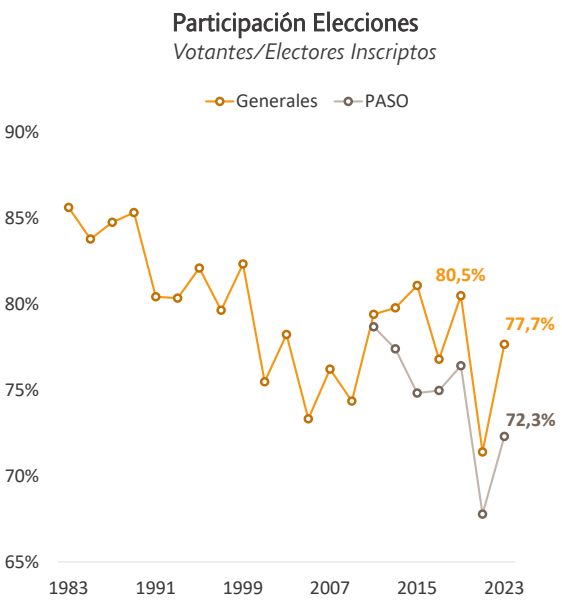
Entre las Primarias y las Generales, la coyuntura estuvo marcada por un desplome de la demanda de pesos. En la antesala de las elecciones se verificó una fuerte suba de las cotizaciones financieras, particularmente en la semana previa a los comicios. Asimismo, los contratos de futuros de dólar de diciembre verificaron una aceleración, moderada luego debido a que el BCRA habría incrementado su posición vendida de futuros. En paralelo, los retiros de los depósitos en moneda extranjera volvieron a acelerarse.

Durante las próximas semanas, los dos contendientes del *ballotage* se dedicarán a intentar atraer a aquellos votantes que se habían decantado por otras fuerzas políticas en las Generales. En el caso de Javier Milei, esta necesidad de buscar consensos con otros espacios podría implicar una moderación de ciertas de sus propuestas más cuestionadas. Para Sergio Massa el desafío está en evitar efectuar correcciones macroeconómicas que deterioren sus *chances* electorales antes de la segunda vuelta.

Este panorama abierto implica que durante las próximas semanas los **desequilibrios macroeconómicos continuarán intensificándose**, con un tipo de cambio que se mantendría fijo hasta el *ballotage* y un mayor ajuste fiscal que seguirá postergado hasta no contar con un presidente electo. Respecto de las señales que está enviando el Gobierno, el ministro de Economía anunció esta semana la extensión del tipo de cambio diferencial a todo tipo de exportaciones hasta el 17 de noviembre. En la misma línea, la semana pasada se anunció la activación del segundo tramo del *swap* de monedas con China. Este colchón de divisas es clave para hacer frente a los vencimientos que se avecinan con el FMI, dado que Argentina no ha comenzado aun el proceso de revisión de las metas del tercer trimestre. Todo hace prever que las discusiones con el Organismo se intensificarán una vez conocido el desenlace electoral.



Fuente: Banco Galicia en base a Dirección Nacional Electoral



Fuente: Banco Galicia en base a Observatorio Político Electoral

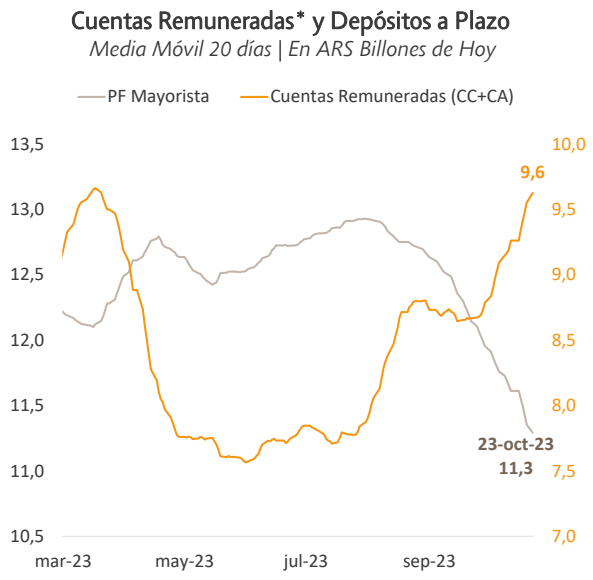
SORPRESAS ELECTORALES

El proceso electoral, que viene marcando la agenda político-económica de Argentina desde principios de año, se ha dilatado y todavía no ha finalizado. **El domingo 22 de octubre tuvieron lugar las elecciones presidenciales y ninguno de los candidatos logró alcanzar la cantidad de votos necesaria para ganar en primera vuelta.** Así, la contienda se terminará de dirimir el domingo 19 de noviembre en un *ballotage* entre Sergio Massa, candidato de Unión por la Patria, y Javier Milei, de La Libertad Avanza. En detalle, el domingo pasado, el actual ministro de Economía logró revertir el resultado de las primarias y se hizo del primer lugar con el 36,7% de los votos válidos (9.645.983 votos). Por su parte, el candidato liberal se ubicó en el segundo puesto con 7.884.336 votos, equivalente al 30,0%. En tercer lugar, quedó Patricia Bullrich de la coalición Juntos por el Cambio, obteniendo el 23,8% (6.267.152 votos). Juan Schiaretti (6,8%) y Myriam Bregman (2,7%) se ubicaron en cuarto y quinto lugar, respectivamente.

Si bien el escenario más probable era el de una segunda vuelta entre Milei y Massa, lo cierto es que las elecciones del domingo tuvieron cierto factor inesperado. Las PASO ya habían sorprendido, al arrojar un resultado de tercios con Javier Milei de La Libertad Avanza a la cabeza. **Las Generales volvieron a sorprender cuando el oficialismo logró revertir el resultado de las Primarias, con Unión por la Patria captando 2.926.941 votos adicionales. Similar a lo que había sucedido otros años entre las Primarias y las elecciones, la participación se incrementó en 5,4 puntos porcentuales, pasando de 72,3% a 77,7% del padrón.** Esto implica que un total de 2.129.244 votantes que no había participado en las PASO se sumó en las Generales, a lo que hay que sumar la caída de votos blancos y nulos. El crecimiento de votos afirmativos en (+3.022.424) se canalizó principalmente en mayor cantidad de votos para el oficialismo. Por su parte, Javier Milei obtuvo 532.092 votos *extra*, mientras que el número de votantes de Juntos por el Cambio decreció en 628.789 votos. Otro candidato que obtuvo un mayor caudal de votos fue Juan Schiaretti: el actual gobernador de Córdoba mejoró su resultado en 869.503 votos respecto de las Primarias, por lo que gana relevancia a quién dé su apoyo en la segunda vuelta.

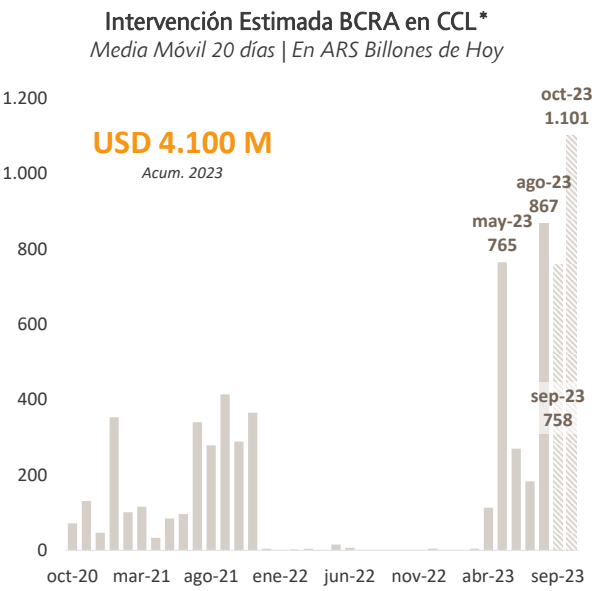
UNA PREVIA COMPLICADA

En las semanas anteriores a las elecciones del domingo 22 de octubre, los mercados exhibieron una marcada volatilidad, reaccionando en gran medida a la entonces creciente posibilidad de un Milei ganador en primera vuelta, lo que le



*Personas Físicas y Financieras

Fuente: Banco Galicia en base a BCRA e INDEC



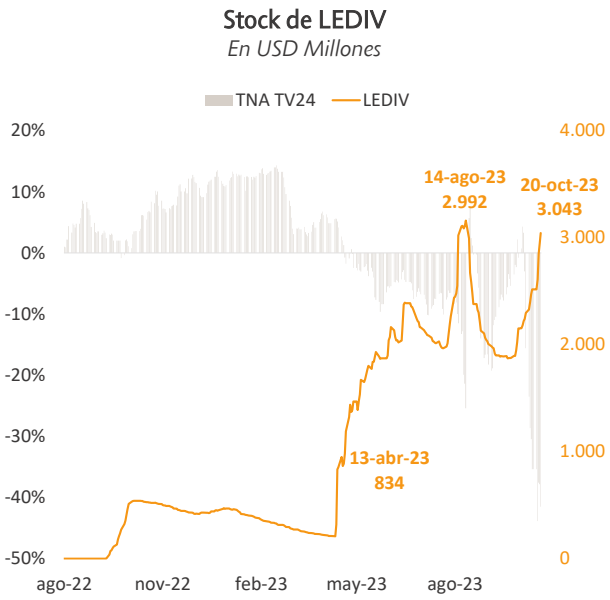
*Compra Títulos Valores neto de operaciones MULC

Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

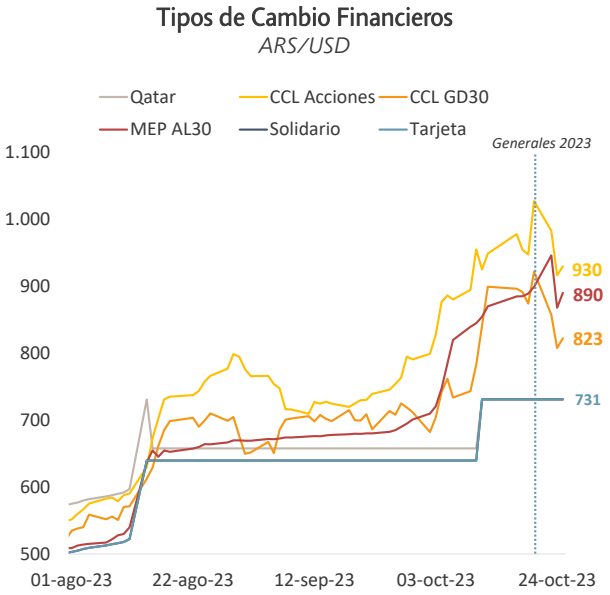
hubiera permitido avanzar con su plan de dolarización**. Entre las Primarias y las Generales se verificó un marcado desplome de la demanda de pesos.** Tras las PASO se observó un desplome de los plazos fijos, que se fue acelerando con el correr de las semanas hasta mostrar caídas mensuales del orden del 10,0% nominal el viernes antes de las elecciones. Ajustado por inflación, ello implica una reducción de los plazos fijos de 19,3% en términos reales, que se manifestó especialmente en el segmento minorista (-21,2%) aunque también se vio en el mayorista (-18,9%). La contracara del desarme de los depósitos a plazo fue un incremento de las cuentas remuneradas (+20,0% mensual nominal), dado que los agentes económicos prefirieron sacrificar algo de rentabilidad para llegar a las elecciones con el mayor grado posible de liquidez.

La demanda de pesos se desplomó de manera tal que todos los activos que ofrecen cobertura cambiaria mostraron un incremento en sus precios. **En la antesala de las elecciones Generales se verificó una fuerte suba de las cotizaciones financieras, particularmente en la semana previa a los comicios: la brecha cambiaria cerró el viernes 20 de octubre tocando un máximo de más de 190%.** A su vez, a pesar de que la intervención del BCRA en las cotizaciones financieras se intensificó a un ritmo de USD 85 M por día (sumando alrededor de USD 1.100 M en lo que va de octubre), el CCL AL30 llegó a mostrar una brecha de 165% contra el tipo de cambio oficial. Asimismo, **los contratos de futuros de dólar de diciembre llegaron a valer ARS/USD 820 el viernes 20 de octubre, moderado luego debido a que el BCRA habría incrementado su posición vendida de futuros** (desde los USD 1.200 M de septiembre a alrededor de USD 7.000 M en octubre). Mientras tanto, los títulos *dollar-linked* llegaron a cotizar a tasas de -44%, los duales comprimieron a rendimientos del orden del -67% y las acciones subieron en promedio 42% en el mes. Además, el *stock* de LEDIV (bonos emitidos por el BCRA a tasa 0% y que ajustan por el tipo de cambio oficial) alcanzó un máximo de USD 3.043 M.

Por otro lado, los retiros de los depósitos en moneda extranjera volvieron a acelerarse. Durante la semana pasada, los depósitos privados en dólares cayeron un total de USD 380 M, con una contracción de USD 176 M sólo el jueves. El saldo de depósitos en dólares del sector privado cerró la semana pasada en USD 14.240 M, su nivel mínimo desde octubre 2016. Aunque estos retiros se dieron de la mano de una caída del efectivo en bancos más que de una reducción de los encajes en moneda extranjera en el BCRA, las Reservas Internacionales



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA



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

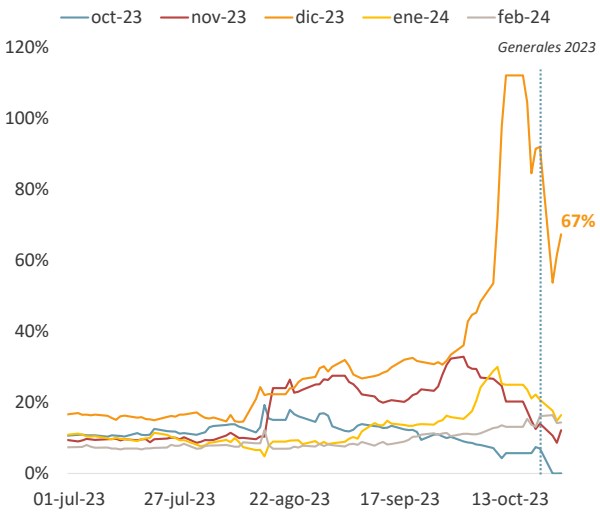
también mostraron variaciones negativas. Por caso, las ventas al sector privado totalizaron USD 250 M lo que, sumado a la mencionada intervención en los mercados paralelos y al resto de los factores, provocó una caída de las Reservas de USD 1.200 M en el mismo período.

CUATRO SEMANAS CLAVE

Durante las próximas semanas, los dos contendientes del *ballotage* se dedicarán a intentar atraer a aquellos votantes que se habían decantado por otras fuerzas políticas en las Generales. Tanto UxP como LLA necesitan ampliar su base electoral para llegar a la mayoría simple requerida para ganar la segunda vuelta. Asumiendo que quienes votaron por alguna de estas dos fuerzas en las Generales repetirá su elección en noviembre, los candidatos tendrán que intentar captar votos de las opciones eliminadas. **En el caso de Javier Milei, esta necesidad de buscar consensos con otros espacios podría implicar una moderación de ciertas de sus propuestas más cuestionadas. Para Sergio Massa el desafío está en evitar efectuar correcciones macroeconómicas que deterioren sus *chances* electorales antes de la segunda vuelta**, mientras se intensifican las demandas de precisiones sobre las correcciones macro a efectuar en 2024 en el caso de ser elegido presidente.

Hasta ahora, la lectura que ha hecho el mercado en las primeras ruedas de la semana es que la probabilidad de llegar a la presidencia de Javier Milei ha mermado e, incluso si ello termina ocurriendo, **la necesidad de tender canales de diálogo con sectores hasta hoy fuera de LLA reduce la probabilidad de avanzar con una dolarización "a como dé lugar"** (es decir, sin las divisas suficientes para rescatar la masa de pesos, redundando en una dolarización a un precio considerablemente más elevado que el de mercado actual). Esta noción se trasladó a una caída de las cotizaciones financieras del tipo de cambio durante las primeras ruedas post elecciones, particularmente el lunes. Por caso, el CCL ADR se redujo a ARS/USD 983,5 en el primer día de la semana, una baja de 4,3% respecto de los ARS/USD 1.027,6 con los que había cerrado el viernes 20 de octubre. En el mismo período, el MEP AL30 descendió 3,5%, pasando de ARS/USD 899,4 a ARS/USD 868,2. En paralelo, la tasa de variación mensual implícita en los contratos de futuros de dólar de noviembre y diciembre se redujo de 92,0% a 53,7%. Si bien la tasa *forward* continúa descontando un ajuste del tipo de cambio en diciembre, la magnitud de la corrección cambiaria esperada se redujo de manera evidente.

Tasas *Forward* Futuros de ROFEX
Var. % Mensual Implícita



Fuente: Banco Galicia en base a ROFEX

En la misma línea, los bonos soberanos en pesos mostraron correcciones durante las primeras ruedas de la semana. Por un lado, la curva de los títulos que ajustan por inflación se comprimió en promedio un 4,4% en la rueda del lunes. La recuperación en el precio de estos bonos estaría asociada al menor riesgo de un eventual escenario de dolarización, lo cual implicaría un canje por títulos *hard dollar* (cuya paridad actual es inferior a los USD 0,30). Por el otro lado, la menor demanda de cobertura cambiaria llevó a una reducción de los precios de los bonos *dollar-linked*, de las Obligaciones Negociables en moneda extranjera y de ciertas acciones.

A pesar de que la posibilidad de una dolarización se ha visto reducida ante la necesidad de Javier Milei de obtener el apoyo de otras fuerzas políticas, existen otros riesgos asociados al hecho de que el escenario electoral aún se encuentra indefinido. **Este panorama abierto implica que durante las próximas semanas los desequilibrios macroeconómicos continuarán intensificándose, con un tipo de cambio que se mantendrá fijo hasta el *ballotage* y un ajuste fiscal que seguirá postergado hasta no contar con un presidente electo.** En consecuencia, el mercado de bonos *hard dollar* mostró caídas promedio de 1,1% en el caso de los títulos ley argentina y de 5,0% de los títulos ley New York.

Reacción Activos Post Elecciones
Var. % vs. 20-oct-23

CER

Ticker	Maturity	Precio	Var. %
TX24	25-mar-24	709	3,6%
T2X4	26-jul-24	530	7,9%
TX26	09-nov-26	560	12,0%

USD-Linked y Duales

Ticker	Maturity	Precio	Var. %
TDF24	28-feb-24	41.100	-10,1%
TDA24	30-abr-24	41.100	-8,5%
TV24	30-abr-24	41.000	-8,3%

Globales

Ticker	Maturity	Precio	Var. %
GD30	09-jul-30	29,8	-12,0%
GD35	09-jul-35	28,5	-8,1%
GD41	09-jul-41	31,9	-0,2%

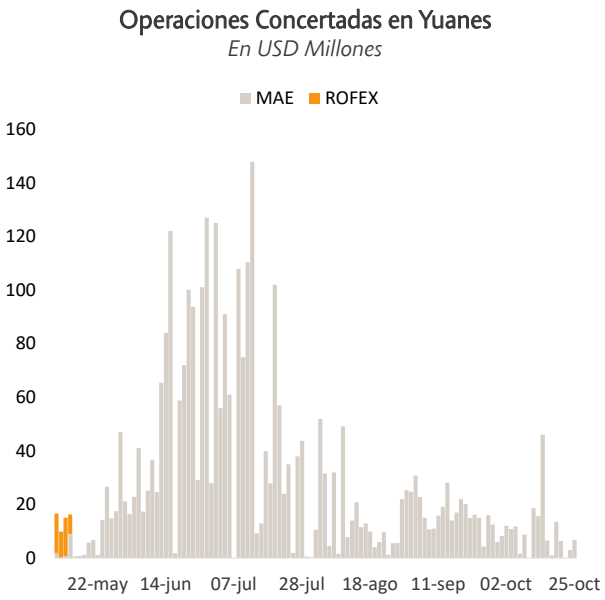
ROFEX

Contrato	Precio	TNA	Var. %
DLR112023	387	101,5%	-9,4%
DLR122023	595	381,3%	-27,4%
DLR012024	700	365,0%	-29,3%

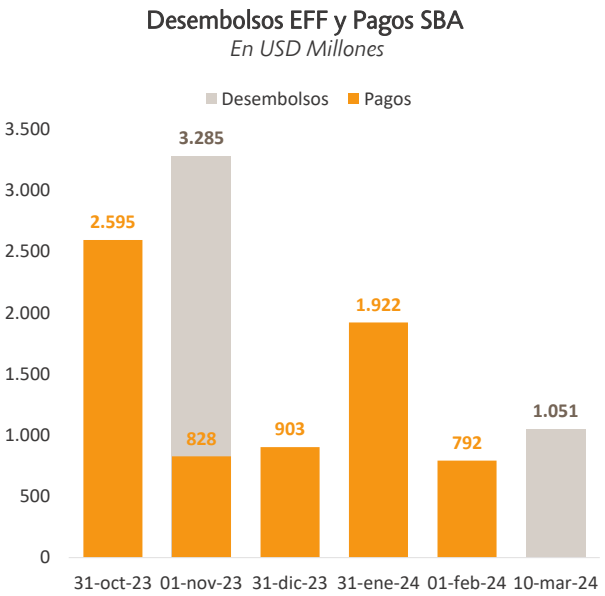
Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

Respecto de las señales que está enviando el Gobierno, el ministro de Economía anunció esta semana la extensión del tipo de cambio diferencial a todo tipo de exportaciones hasta el 17 de noviembre. Además, se modificó el ratio que se liquida a través del CCL, que aumentó de 25% a 30%. En la práctica, esto implica un tipo de cambio diferencial que se ubica 51,4% por encima del oficial; para aquellas exportaciones que ya contaban con el esquema diferencial de 75% oficial y 25% CCL, la mejora es de 6%. La decisión responde a que, en un contexto de erosión total de la competitividad obtenida vía la corrección del tipo de cambio del 14 de agosto, la persistencia del cambio en el nivel actual de ARS/USD 350 atenta contra la posibilidad de frenar la caída de las Reservas Internacionales.

La suba del tipo de cambio diferencial podría estimular una liquidación adicional de las ventas al exterior, aunque con el límite físico que imponen los volúmenes disponibles para la exportación, especialmente en el caso de la soja donde el remanente de la cosecha de este año equivale a USD 550 M. Además, permitiría incrementar la oferta en el CCL, lo cual podría ayudar a moderar su precio (o a contener su aumento, en el caso de que subiera la demanda) y a restar presión sobre el uso de divisas del BCRA en la intervención de los mercados



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



Fuente: Banco Galicia en base a FMI

financieros. **En la misma línea, la semana pasada se anunció la activación del segundo tramo del *swap* de monedas con China por un equivalente a USD 6.500 M.** El primer tramo había sido utilizado primariamente para satisfacer la demanda de divisas por parte del sector importador, aunque una parte también había sido empleada en junio para pagar un vencimiento de capital al FMI y para uno de intereses a los tenedores de bonos en dólares en julio. **Por el momento, el volumen de yuanes operados en el mercado cambiario se ha mantenido en niveles relativamente acotados** (con operaciones diarias promediando los USD 10 M), por lo que se podría inferir que se priorizará el uso del segundo tramo del *swap* con otros fines.

Por caso, el martes y miércoles de la semana que viene hay vencimientos de capital y de interés con el FMI por un total de USD 3.400 M. Asimismo, a fines de diciembre deberán pagarse al organismo USD 900 M, mientras que en la primera quincena de enero 2024 vencen intereses de títulos en moneda extranjera por USD 1.500 M. El Tesoro cuenta actualmente con un remanente del último desembolso del FMI de USD 1.850 M y, si bien el 1° de noviembre está agendado el próximo giro de DEG, es difícil que el mismo se cumpla. Para ello, los equipos técnicos del Gobierno y del FMI ya deberían estar revisando el cumplimiento de los objetivos correspondientes al tercer trimestre, lo cual no ha sucedido. Teniendo en cuenta el tiempo que suelen tomar estas revisiones, y que el foco del Gobierno está puesto hoy en ganar las elecciones, es probable que el proceso se dilate hasta después de que se conozca el resultado del *ballotage*.

A pesar del deseo de postergar correcciones hasta haber asegurado la presidencia, para poder ganar Sergio Massa debe convencer a los mercados de que su intención es corregir el rojo de las cuentas públicas en 2024**. En esta línea, el ministro de Economía afirmó el lunes ante empresarios extranjeros que el año próximo buscará alcanzar un superávit primario de 1%.** Para ello, el candidato solicitó al Presidente de la Comisión de Presupuestos del Congreso que cite a la Comisión de Presupuestos **para el tratamiento de la *separata* incluida en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2024 presentado ante el Congreso el pasado 15 de septiembre. En dicha *separata* se detallan beneficios tributarios y presupuestarios (vía exenciones y reducciones de alícuotas impositivas) equivalentes a casi 4,8% del PBI.** Como el Proyecto estipula un déficit primario de 0,9% para el año que viene, el superávit del 1% se alcanzaría reduciendo o eliminando algunos de los beneficios mencionados en la *separata*. Entre ellos está la

exención al pago del Impuesto a los Bienes Personales para inmuebles rurales y del IVA para los Honorarios de Directorio.

En conclusión, durante las próximas semanas es esperable que continuemos viendo gestos por parte de ambas fuerzas para seducir a los electores, por lo que la esfera política dominará el centro de la escena más que nunca. Los mercados financieros, si bien más en calma en las últimas ruedas, pueden volver a reaccionar ante cualquier novedad en el ámbito político, mostrando un nuevo incremento de la volatilidad. Por ejemplo, si la noción de dolarización vuelve a cobrar fuerza a pesar de la necesidad de tender puentes con espacios que no apoyan esta medida, es esperable que sea vea un resurgimiento de la tensión cambiaria. Respecto del mediano plazo, una vez que contemos con un presidente electo se podrá entrever mejor qué se puede esperar para el año que viene; pero por el momento el horizonte es de cortísimo plazo.

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.