Informe Mensual

27 de febrero de 2023

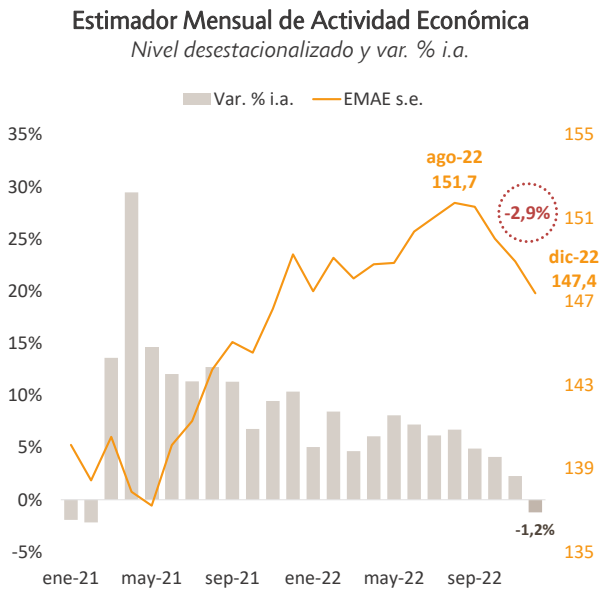
ESTANFLACIÓN EN EL HORIZONTE

Las señales amarillas de alerta que habían comenzado a encenderse en el tablero de la macroeconomía argentina durante el mes pasado continúan titilando, e incluso amagan con cambiar de color: la actividad económica registró su cuarta caída consecutiva en diciembre, mientras que la inflación de enero volvió a acelerarse. Adicionalmente, el BCRA continúa vendiendo divisas al sector privado y los pronósticos de sequía no parecen encontrar un piso, mientras que el déficit primario arrancó el año con señales de escasa mesura fiscal.

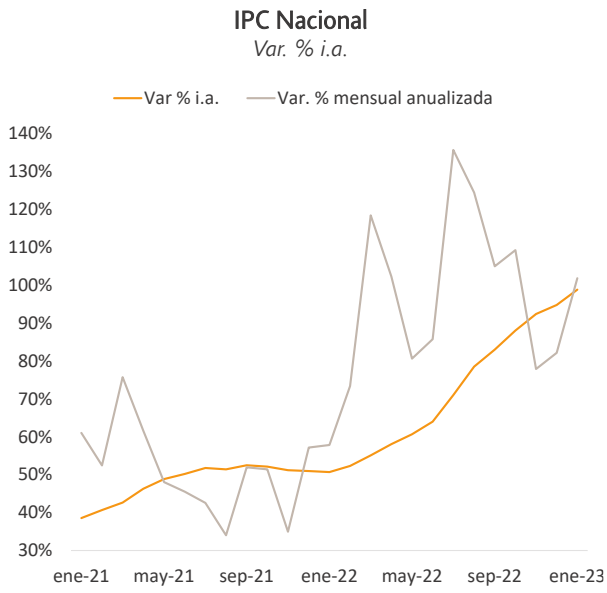
El año electoral comienza sin desinflación y sin crecimiento económico. Sin dudas, esto exigirá al Gobierno a tomar medidas. El panorama es desafiante y los riesgos de aceleración inflacionaria siguen altos en un año electoral donde la demanda de dinero luce endeble. Un aumento repentino de la incertidumbre podría llevar a que los agentes busquen desprenderse de sus pesos, algo que ya ha pasado en diversos episodios a lo largo de los últimos años. La falta de precisiones sobre la política macroeconómica a partir de 2024 puede ser un catalizador para este tipo de eventos.

Hasta ahora, ni el Gobierno ni la oposición han dado certezas respecto de cómo se encararán en 2024 los desequilibrios macroeconómicos que se vienen acumulando en los últimos años. Sin embargo, a principios de este mes la oposición comenzó a realizar algunas declaraciones públicas, particularmente respecto del creciente saldo de deuda en pesos. Estas declaraciones pueden estar buscando poner un límite a la "herencia" a recibir en diciembre de 2023. Cuanto más deterioradas estén las cuentas públicas, mayor será el esfuerzo a realizar el año próximo, por lo que los comunicados oficiales de Juntos por el Cambio podrían estar apuntando a limitar el desvío natural del oficialismo: un acceso más restringido al financiamiento del déficit primario en el mercado de deuda podría obligar al Gobierno a actuar con mayor mesura fiscal o, en el peor de los casos, a monetizar los vencimientos, lo cual dejaría un perfil más despejado en 2024.

Durante los próximos meses será clave seguir monitoreando la evolución del rojo de las cuentas fiscales, para ver si continúa en el sendero marcado en enero o si efectivamente se modera para adecuarse a los objetivos del Extended Fund Facility. También será fundamental estar atentos al ratio de *rollover* de la deuda en pesos, ya que definirá el grado de dependencia de la asistencia monetaria del BCRA. Se da por descontado que en 2024 tendrán que llevarse a cabo al menos algunas de las correcciones pendientes; son el cómo y el cuánto lo que aún está lejos de definirse.



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC



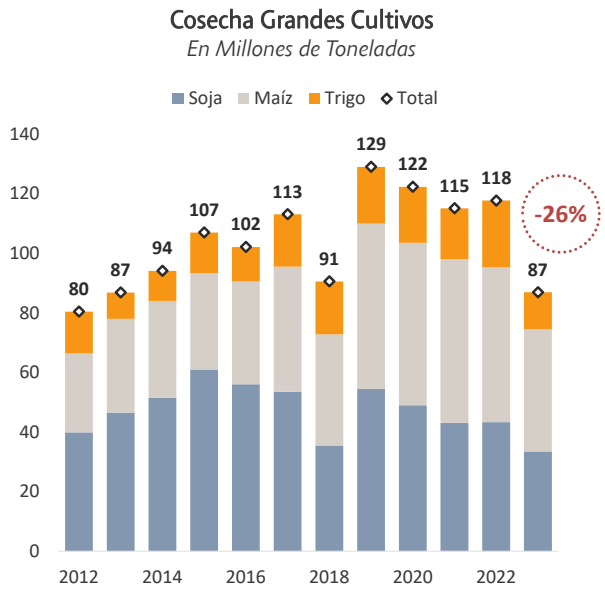
Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

ESTANFLACIÓN: UNA QUIMERA AL ACECHO

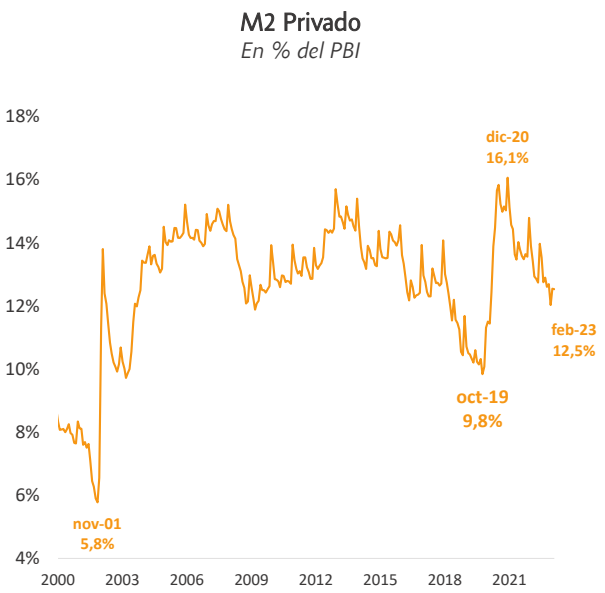
Las señales amarillas que habían comenzado a encenderse en el tablero de la macroeconomía argentina durante el mes pasado continúan titilando, e incluso amagan con cambiar de color. Por caso, la actividad económica registró una nueva caída en diciembre, encadenando ya cuatro meses consecutivos de contracción, mientras que la inflación de enero volvió a acelerarse, marcando un 6% mensual. Adicionalmente, el BCRA ya acumula ventas de divisas al sector privado por más de USD 1.110 M en lo que va del año y los pronósticos de sequía no parecen encontrar un piso, mientras que el déficit primario arrancó el año con señales de escasa mesura fiscal. Todo esto se da al inicio de un año electoral, lo que sin dudas exigirá al Gobierno a tomar medidas, aunque no necesariamente significa que se produzca un viraje en una dirección de corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

En detalle, durante la semana pasada se confirmó que la actividad económica de diciembre mostró una retracción mensual (sin estacionalidad) de 1,0%. Esta contracción, sumada a otros tres meses de variaciones negativas, dio lugar a una caída acumulada de 2,9% de la economía desde agosto. Sólo en el cuarto trimestre, la actividad se contrajo en 1,8% respecto del trimestre previo, lo cual deja un arrastre estadístico negativo de 0,4% para el 2023. Más aún, en diciembre la economía mostro una variación negativa interanual por primera vez en casi dos años (-1,2%).

El panorama se complica si a la caída de la actividad se le suma la reciente aceleración de la inflación. El 2022 había cerrado con los precios subiendo a un ritmo de 5% mensual, cifra ciertamente elevada en comparación con el resto del mundo, pero un relativo logro respecto de la inflación que se había visto en julio, agosto y septiembre: el último bimestre del año había verificado una desaceleración de la inflación, pasando a un promedio mensual de 5,0% desde uno de 6,7% entre julio y octubre. No obstante, en enero la inflación se aceleró a 6% mensual, y todo apunta a que febrero será, en el mejor de los casos, similar. En parte, el nuevo recalentamiento de los precios responde a un factor puntual: la carne. La fuerte aceleración de los precios del ganado en pie durante las últimas semanas de enero no se trasladó a mostrador en el mismo mes (el precio del novillo saltó 40% durante la última semana del mes pasado, mientras que en enero la mayoría de los cortes de carne relevados aumentaron entre 3,3% y 3,9%, incluso por debajo de la inflación núcleo de 5,4%), por lo que probablemente impactará en el índice de precios de febrero. Marzo también



Fuente: Banco Galicia en base a Bolsa de Cereales de Bs As.



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

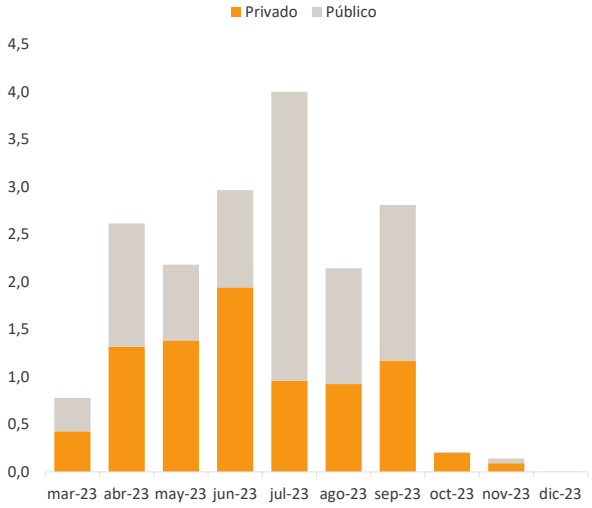
será un mes desafiante, con incrementos previstos en las tarifas de gas y agua y en el boleto de colectivos, además de aumentos en las cuotas de colegios privados.

Así, el Gobierno comienza el año electoral sin desinflación (el ministro de Economía había anticipado una inflación de 3% para abril/mayo de este año, objetivo que difícilmente se cumpla) y sin crecimiento económico. Las trabas a las importaciones vigentes hoy complican la probabilidad de que algo de esto se revierta. De hecho, a la luz de una fuerte escasez de divisas exacerbada por la peor sequía en 60 años (tras un mes y medio de ventas netas al sector privado, pagos al FMI y a acreedores de la deuda en moneda extranjera y recompra de títulos soberanos en dólares, las Reservas Netas se ubicarían actualmente por debajo de los USD 2.200 M) lo más probable es que las trabas se mantengan o incluso se refuercen, lo que presiona sobre los precios domésticos y limita las posibilidades de recuperación de la economía. Por un lado, las dificultades para acceder al mercado oficial de cambios generan escasez de productos importados o la necesidad de acudir al mercado financiero para obtener dólares, con una brecha cercana al 90%. Por otro lado, la dependencia de insumos importados (más del 70% de nuestras importaciones está destinado al sector productivo) pone un techo más bajo a la actividad económica. Si combinamos esto con el efecto negativo que la sequía tendrá tanto de manera directa como indirecta sobre el PBI (incidencia estimada en al menos -1,5%), nos encontramos ante una incipiente estanflación (recesión con alta inflación).

El panorama es desafiante para el Gobierno. Si la demanda de dinero continuara cayendo (como viene sucediendo desde diciembre de 2020), la inflación podría ser marcadamente mayor a la actual. Hoy, los precios suben a un ritmo anualizado de 100%, lo cual coincide con la inflación interanual. Pero si la demanda de pesos sufriera una nueva caída, la inflación mensual podría acelerarse fácilmente, lo cual rápidamente daría lugar a un salto discreto de la inflación interanual. Por caso, con una variación mensual de 6,0%, la inflación anualizada sería de 101%; con una variación mensual de 7,0% subiría a 125%. ¿Qué podría precipitar una mayor caída de la demanda de pesos? Un aumento repentino de la incertidumbre podría llevar a que los agentes busquen desprenderse de sus pesos, algo que ya ha pasado en diversos episodios a lo largo de los últimos años. La falta de precisiones sobre la política macroeconómica a partir de 2024 puede ser un catalizador para este tipo de eventos.

Vencimientos Títulos en ARS 2023

En ARS Billones | Capital e Intereses Proyectados



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía y estimaciones propias

ELECCIONES Y ESTRATEGIAS

Hasta ahora, ni el Gobierno ni la oposición han dado certezas respecto de cómo se encararán en 2024 los desequilibrios macroeconómicos que se vienen acumulando en los últimos años. Sin embargo, a principios de este mes la oposición comenzó a realizar algunas declaraciones públicas, particularmente respecto del creciente saldo de deuda en pesos, cuyos vencimientos suman alrededor de ARS 17,8 billones este año. Vale la pena recordar que durante la segunda mitad de 2022 las dificultades para refinanciar los vencimientos de deuda llevaron a una creciente participación del sector público, con compras del BCRA en el mercado secundario por más de ARS 1,8 B. En paralelo, el apetito por parte del sector privado se redujo, y los plazos de colocación de deuda se acortaron a poco más de tres meses. En este contexto, el Gobierno deberá buscar soluciones para sortear la "pared" que imponen los comicios y alargar plazos si no quiere enfrentarse a una mayor monetización de vencimientos.

Las declaraciones de la oposición pueden estar buscando poner un límite a la "herencia" a recibir en diciembre de 2023. Esto asume, en base a indicadores de confianza en el Gobierno ubicados en mínimos históricos y al elevado riesgo de estanflación, que el oficialismo no logrará continuar en el poder. Por un lado, el Frente de Todos tiene incentivos a incrementar el gasto (particularmente el de índole discrecional) y a postergar correcciones, con el propósito de mejorar sus chances electorales. Por el contrario, Juntos por el Cambio tiene incentivos para poner un freno al rojo fiscal, dado que -de ganar las elecciones- el cierre de 2023 será su punto de partida en 2024. Cuanto más deterioradas estén las cuentas públicas, mayor será el esfuerzo a realizar el año próximo, por lo que sus comunicados oficiales podrían estar apuntando a limitar el desvío natural del oficialismo. ¿Cómo? Un acceso más restringido al financiamiento del déficit primario en el mercado de deuda podría obligar al Gobierno a actuar con mayor mesura fiscal o, en el peor de los casos, a monetizar los vencimientos, lo cual dejaría un perfil más despejado en 2024.

No obstante, por el momento la estrategia de la oposición no parece estar teniendo efecto sobre el accionar del Gobierno, dado que el dato fiscal del primer mes del año suscitó preocupación. Con un déficit de ARS 203.938 M (equivalente a 0,12% del PBI), el rojo de las cuentas públicas fue seis veces el de enero 2022 en términos reales. Teniendo en cuenta que la meta fiscal acordada con el FMI para el primer trimestre del año es un déficit primario de, como máximo, ARS 441.500 M, el dato

Resultado Fiscal
Var. % i.a. | A Precios Constantes

	dic-22	ene-23	dic-ene
Ingresos Totales	**-5,0%**	**-3,2%**	**-4,1%**
Seguridad Social	-2,7%	1,4%	-0,2%
Tributarios sin DEX	-1,7%	-0,3%	-1,1%
DEX	-6,6%	-25,2%	-15,3%
Rentas de la Prop.	-55,8%	-29,8%	-43,1%
Resto	6,3%	14,5%	10,5%
Gasto Primario	**-20,5%**	**6,2%**	**-9,9%**
Jubilaciones y Pensiones	-12,8%	-6,4%	-10,3%
Asignaciones Familiares	-27,8%	-27,7%	-27,8%
Otras Prestaciones Sociales	-13,7%	78,5%	13,9%
Subsidios Económicos	-63,0%	17,5%	-34,9%
Salarios y Otros OPEX	-7,2%	5,6%	-1,7%
Transferencias Provincias	-33,8%	9,4%	-18,1%
Gasto de Capital	-20,4%	26,5%	-3,3%
Resto Gasto Primario	-21,9%	-9,7%	-17,0%
Rdo. Primario (ARS MM)		**-204**	

Fuente: Banco Galicia en base a MECON e INDEC

de enero ha "consumido" más de la mitad de dicho objetivo, dejando un remanente de ARS 237.562 M para febrero y marzo.

El mayor déficit de enero fue resultado de un gasto que, ajustado por inflación, se incrementó en 6,2% respecto del del año pasado, la primera expansión real en seis meses. Las líneas del gasto que más crecieron fueron el gasto de capital, los subsidios económicos y las prestaciones sociales. El caso de subsidios económicos choca con la dinámica de los últimos siete meses de 2022, en los cuales esta línea había mostrado un recorte real de 24%. El contraste entre el recorte del gasto de diciembre y la expansión de enero da sustento a la hipótesis de que parte del ajuste efectuado el año pasado (aquel que llevó al déficit de 3,0% en 2021 a 2,4% del PBI en 2022), se había logrado en parte gracias a la postergación de pagos y al incremento de la deuda flotante. En paralelo, y reforzando el efecto negativo que el crecimiento del gasto tuvo en enero 2023, los ingresos se contrajeron un 3,2% real en términos interanuales durante el primer mes del año.

Hacia adelante, la menor recaudación asociada a la caída de la producción del agro y el mayor gasto en subsidios económicos por la postergación de los incrementos de la tarifa de electricidad adicionarán presión sobre las cuentas fiscales. A ello hay que sumar que algunos ingresos registrados en 2022 no estarán presentes este año, como las rentas de la propiedad por colocaciones de emisiones primarias, el anticipo de Impuesto a las Ganancias de este ejercicio adelantado al año pasado (en el caso de empresas con ingresos extraordinarios a causa de los mayores precios de los *commodities* tras la invasión de Rusia en Ucrania) o las liquidaciones anticipadas durante la extensión del esquema "dólar soja 2.0" en diciembre, que en circunstancias normales se hubieran efectuado en 2023. Así, el déficit de 2022 corregido por ingresos extraordinarios se acerca más al 3,5% del PBI que al 2,4% anunciado por el Ministerio de Economía. Esto presupone un ajuste fiscal de 1,6 puntos si se quiere cumplir con la meta acordada con el FMI (lo que enviaría una señal auspiciosa para los mercados, mejorando las probabilidades de refinanciar los vencimientos de deuda de este año). No obstante, semejante recorte luce poco plausible en un año electoral.

Durante los próximos meses será clave seguir monitoreando la evolución del rojo de las cuentas fiscales, para ver si continúa en el sendero marcado en enero o si efectivamente se modera para adecuarse a los objetivos del Extended Fund Facility (EFF). También será fundamental el ratio de *rollover* de la deuda en pesos, ya que definirá el grado de dependencia de la asistencia

monetaria del BCRA. Mientras tanto, la estrategia de la oposición puede cambiar respecto de la recientemente adoptada, e incluso las metas del Acuerdo con el FMI pueden llegar a renegociarse (de hecho, mañana se anunciaría una modificación en el objetivo de Reservas Netas de marzo, incorporando el impacto negativo que la sequía está teniendo en el ingreso de dólares al país). Sin embargo, dejando de lado cómo evolucionen las variables macroeconómicas durante este año y cuánto más exigentes o laxas sean las metas del EFF, se da por descontado que en 2024 tendrán que llevarse a cabo al menos algunas de las correcciones pendientes; son el cómo y el cuánto lo que aún está lejos de definirse.

Economista Jefe

Diego Chameides

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

Florencia Bazet

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Iván D'Agostino

ivan.dagostino@bancogalicia.com.ar

Agustín Berasategui

agustin.berasategui@bancogalicia.com.ar

Estrategia

Luis María Vicien

luis.vicien@bancogalicia.com.ar

Leonardo Torres Barsanti

leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar

Rodrigo Pereyra

rodrigo.pereyra@bancogalicia.com.ar

Tomás Ruiz Palacios

truiz@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.

Galicia