

AFINANDO LA PUNTERÍA

La serie de medidas que vimos desde principios de octubre confirma que el Gobierno comparte nuestra visión respecto a cuál es el problema de fondo que aqueja a la coyuntura macroeconómica: el exceso de pesos. Esto implica un cambio de estrategia positivo hacia el pragmatismo a través de diversas acciones, que van desde incrementos en las tasas hasta reducciones en las regulaciones, pasando por señales de acercamiento a los mercados y promesas de mayor prudencia fiscal y monetaria.

Este giro al pragmatismo podría, además, ser el primer paso de la negociación con el FMI. El Gobierno pediría la postergación de pagos por cuatro años y medio mediante un EFF, posiblemente a cambio de condicionalidades en el plano fiscal y cambiario y una serie de reformas estructurales. En el plano fiscal, es esperable que el Gobierno acuerde un objetivo menor al déficit de 4,5% del PBI propuesto inicialmente. Esto implicaría menos emisión monetaria y eventualmente una menor brecha cambiaria, objetivo compartido tanto por el organismo como por el Gobierno.

En el corto plazo, el Gobierno parecería mantener la situación cambiaria vía restricciones en las importaciones. No está claro si el FMI, quien pregona por sistemas cambiarios sostenibles, avalará el nuevo préstamo en estas condiciones. Es posible que se exija algún ajuste y entre las tantas alternativas existentes, un desdoblamiento formal del tipo de cambio parece ser compatible con la visión tanto del Fondo como la del Gobierno.

El giro hacia el pragmatismo observado en las últimas semanas es un buen primer paso, habilitador de un escenario de transición costoso y magro en términos de actividad, pero hacia una estabilidad macroeconómica más sustentable. No queda claro qué límites le impondrá la política a esta nueva estrategia, puertas adentro de la coalición gobernante y en vísperas de una elección de medio término. Alcanzar los objetivos fiscales y monetarios autoimpuestos para este mes y el que viene debería apuntalar la postura del Gobierno y ayudaría a recuperar parte de la confianza perdida por el mercado.



DEFINIENDO EL PROBLEMA

En nuestro último Informe Mensual denominado “Solución de Fondo” hacíamos referencia a que, más allá de las restricciones a la demanda de dólares que se implementen y las disposiciones orientadas a estimular la oferta de dólares, en la medida en que no se ataque el problema de fondo, las dificultades en el frente cambiario persistirían. Ese problema de fondo consiste en el exceso de pesos producto del financiamiento monetario del déficit fiscal en un contexto en el cual escasean las fuentes de financiamiento alternativas.

La serie de medidas que vimos desde principios de octubre confirma que el Gobierno comenzó a atacar el problema de fondo, lo que en los hechos implica un cambio de estrategia positivo hacia el pragmatismo. Algunas medidas lucen insuficientes, no está claro el alcance de otras, y se desconoce los límites que impondrá la política en la implementación de algunas de ellas. En cualquier caso, en general las medidas son, a nuestro criterio, en el sentido correcto. A continuación, repasamos algunas de ellas.

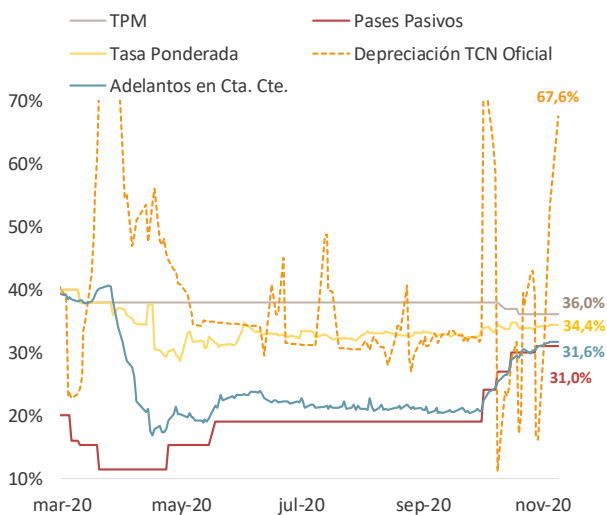
SEÑALES Y MEDIDAS

La suba de la **tasa de pases** a 1 día del 1-oct fue seguida por sucesivas alzas, acumulando desde entonces una suba de 12 puntos porcentuales, alcanzando el 31%, a lo cual se sumaron pases a 7 días, que empezaron rindiendo 33% y hoy se ubican en 34,5%. Así, lo que inicialmente fue un cambio en el mix de pasivos remunerados del BCRA con la tasa promedio devengada manteniéndose relativamente constante, al 9 de noviembre esa **tasa ponderada** se ubica por encima del 35%, es decir algo más de 1,5 p.p. por encima de los valores de 1-oct. Esto indicaría que el BCRA habría abandonado su postulado de mantener inalterado el costo de la esterilización de pesos, aunque la suba tampoco luce desmesurada teniendo en cuenta una mayor nominalidad de la economía en las últimas semanas.

El 19-oct el Gobierno redujo el **parking** para operar dólar MEP y CCL a 3 días, con el fin de darle mayor liquidez y por lo tanto menos volatilidad.

La última semana de octubre el Presidente y el Ministro de Economía llevaron a cabo una **reunión con diferentes empresarios** en la que no hubo grandes definiciones pero que

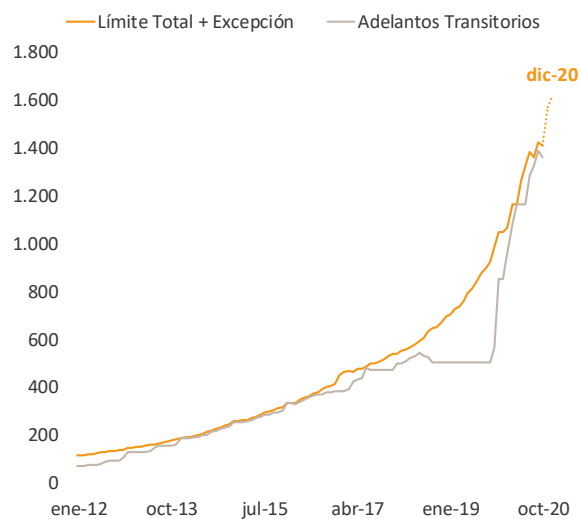
Tasas de Interés y Depreciación Semanal Anualizada
TNA | En %



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

Adelantos Transitorios del BCRA al Tesoro

En miles de millones de ARS



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

podría significar un acercamiento a los mercados, reunión que por otra parte lucía difícil de imaginar unas semanas atrás.

El 1-nov se anunció la licitación de bonos por USD 750 M **canjeables por títulos en pesos**, lo que facilitó la salida de fondos de inversión atrapados en posiciones en pesos y que presionaban al alza el CCL.

El 2-nov el Gobierno comunicó un nuevo objetivo de consolidación fiscal de corto plazo al anunciar que **no pediría nuevos Adelantos Transitorios (ATs)** hasta fin de año y sólo tomaría deuda nueva por hasta el 10% de los vencimientos restantes. Descontando que se tomarán las utilidades del BCRA remanentes del 2019 por hasta ARS 405 MM, esto implicaría un déficit fiscal de unos 7 puntos del producto, en torno a 1,5 p.p. por debajo del objetivo planteado hace 2 meses en el Proyecto de Ley del Presupuesto 2021.

Este anuncio en parte fue posible por la decisión de ofrecerle al mercado instrumentos atados a la evolución del tipo de cambio (**dólar-linked**) oficial, lo que en los hechos resultó en que el Gobierno pudo hacerse de ARS 250 MM frescos durante el mes de octubre.

SEÑALES PARA 2021

El 23-oct, el Ministro de Economía afirmó que la posibilidad de monetizar el 60% de las necesidades del año que viene, incluida en el Proyecto de Ley del Presupuesto, fue un "supuesto prudente" que eventualmente se podría moderar en la medida que se pueda financiar más con el mercado. En la misma línea sugirió que podría tomar deuda de organismos multilaterales para aliviar la emisión monetaria de manera de **revertir la proporción** sugerida inicialmente del 60/40 de emisión monetaria y financiamiento con el mercado.

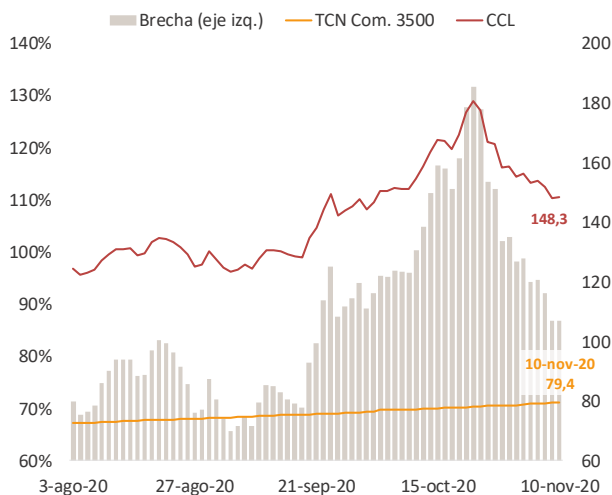
La semana pasada el Gobierno dejó trascender –pero sin anunciarlo formalmente aun– que el **déficit fiscal del año que viene** se ubicaría por debajo del 4% del producto, lo que compara con el 4,5% propuesto inicialmente en el Presupuesto.

LO INMEDIATO

En el corto plazo, este cambio de estrategia cumplió la función de haber contenido las expectativas y torcer la dinámica del mercado cambiario. En concreto, el CCL que tocó un máximo de ARS/USD 181 el 22-oct, cayó casi sistemáticamente desde entonces hasta ubicarse en ARS/USD 149 en el día de hoy. En

Tipo de Cambio Oficial y CCL

Brecha CCL/TCN Oficial | ARS/USD



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

Precio de Futuros de Poroto de Soja
USD por tonelada | Chicago Board of Trade



Fuente: Banco Galicía en base a datos de mercado

cuanto a las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario, luego de haber vendido a razón de USD 63 M diarios durante los últimos tres meses, el BCRA arrancó noviembre levemente comprador. Con datos estimados desde el pasado jueves, habría comprado en torno a USD 10 M diarios. Esto no frenó sin embargo la caída de reservas que en noviembre acumula USD 535 M, que en parte están explicados por salida de depósitos en dólares y por pagos de intereses. Las reservas netas en este contexto se mantienen relativamente estables.

Adicionalmente, la incipiente *pax cambiaria* se ve favorecida por dos factores externos:

a) una debilidad del dólar a nivel global algo mayor se tradujo en un avance de monedas emergentes (en particular el Real brasileño), lo que le da aire al Peso.

b) el precio de los *commodities* es otro factor positivo. En los últimos días, el precio de la soja en Chicago se ubicó levemente por debajo de los USD/T 420, precios que no se veían desde mediados de 2016.

LO QUE VIENE

Además de los efectos positivos de corto plazo sobre el mercado cambiario, la nueva estrategia puede ser el primer paso dentro del próximo desafío del Gobierno: la negociación con el FMI.

Esta semana llegó una misión del organismo para iniciar formalmente la negociación, en donde el Gobierno pediría un Acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF, por sus siglas en inglés) que le permita postergar por cuatro años y medio los vencimientos por USD 44 MM. No está claro todavía qué condicionalidades impondrá el Fondo para aceptar la postergación de pagos, y así evitar que el país entre en *default* con el organismo. Luce probable, sin embargo, que existan pautas en el plano fiscal y cambiario y pedidos de reformas estructurales.

Respecto de las cuentas fiscales, es esperable que el organismo exija un déficit menor al 4,5% propuesto inicialmente por el Gobierno. Ese panorama asumía retirar el "paquete Covid", lo cual fue ratificado por el Gobierno en los últimos días, y mantener en porcentaje del PBI los subsidios económicos. Con la flamante fórmula de ajuste de los haberes previsionales y nuestra proyección de inflación ubicada en 53% para el próximo año estimamos una caída de dicho gasto de en torno a 2 p.p. del producto. Asumiendo que el Gobierno cumple con

el resto de los lineamientos fiscales que se propuso, esto dejaría un margen de gasto discrecional el año que viene de algo más de 2 p.p.

Vale la pena marcar que el objetivo de mantener los subsidios económicos en porcentaje del PBI es desafiante: luego de un año de congelamiento tarifas y asumiendo que en algún momento del año que viene ocurre algún tipo de ajuste cambiario (supuesto mencionado en informe anteriores, y que sostenemos), el incremento de las tarifas a lo largo del año deberá correr bien por encima de la inflación para compensar la dinámica perdida. Cuánto antes se realice el ajuste tarifario, menor deberá ser su magnitud y eventualmente menor sería el impacto político de cara a las elecciones por lo que sería esperable ver algún tipo de ajuste en los primeros meses del año.

En cualquier caso, sería esperable que parte de ese margen discrecional sea "entregado" durante la negociación, resultando en un déficit objetivo menor. Esto implicaría menos emisión monetaria, lo que aparece ahora como un objetivo deseado tanto por el FMI como por el Gobierno. Y es que, en los últimos días, uno y otro parecerían converger en una cuestión de fondo: el problema cambiario es la brecha entre el tipo de cambio oficial y los tipos de cambio paralelos, la cual es generada por el exceso de pesos que inunda el mercado.

Por el contrario, en la visión de ambos no parece haber un problema profundo en el nivel del tipo de cambio real. Esto se sustenta en el hecho de que la Argentina cuenta todavía con superávit de cuenta corriente (estimamos un superávit de 1,9% del producto para este año). Ante esta situación, el Gobierno parece tener intenciones de mantener la situación cambiaria actual en el corto plazo, restringiendo las importaciones, la única canilla que quedaba abierta dentro del mercado de cambios. Cabe preguntarse si el FMI avalará un nuevo préstamo en estas condiciones, habida cuenta que el organismo sostiene la necesidad de tener un mercado cambiario sostenible en el tiempo. Es posible que se exija algún tipo de ajuste en la dinámica y en este sentido las alternativas son muchas. En particular, esta visión respecto de que el problema principal es la brecha cambiaria combinada con que el tipo de cambio oficial no está atrasado, podría ser compatible con un desdoblamiento formal del tipo de cambio, el cual acompañado de un plan fiscal y monetario integral (probables objetivos de la negociación con el FMI) permitirían una reducción de la brecha cambiaria.

El giro hacia el pragmatismo observado en las últimas semanas es un buen primer paso habilitador de un escenario de transición costoso y magro en términos de actividad, pero hacia una estabilidad macroeconómica más sustentable. No queda claro qué límites le impondrá la política a esta nueva estrategia, puertas adentro de la coalición gobernante y en vísperas de una elección de medio término. Alcanzar los objetivos fiscales y monetarios autoimpuestos para este mes y el que viene, deberían apuntalar la postura del Gobierno y ayudarían a recuperar parte de la confianza perdida por el mercado.

Economista Jefe

Diego Chameides

+54 11 6329-3932

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

Martín Quinteiro

+54 11 6329-3667

martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar

Florencia Bazer

+54 11 6329-3965

florencia.bazer@bancogalicia.com.ar

Josefina Dabusti

+54 11 6329-3175

josefina.dabusti@bancogalicia.com.ar

Estrategia

Juan Cruz Lekovic, CFA

+54 11 6329-5437

juan.lekovic@bancogalicia.com.ar

Javier Martinez Serra

+54 11 6329-4922

javier.martinezserra@bancogalicia.com.ar

Santos Benjamín Saguier

+54 11 6329-5877

benjamin.saguier santos@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.