

EN LA RECTA FINAL

Ante las crecientes presiones cambiarias, traducidas en una mayor demanda de divisas por parte de los importadores en el MULC e intervenciones del Banco Central en el mercado de valores, a principios de octubre se anunciaron nuevas restricciones con la intención de revertir el drenaje de Reservas Internacionales. Esto permitió que la entidad monetaria volviera a comprar divisas en el mercado de cambios durante casi todo el mes pasado, a la par que el volumen operado de bonos mermó considerablemente. Sin embargo, este respiro no duró mucho, ya que a fines de octubre las presiones cambiarias volvieron a superar el poder de contención de los controles impuestos. Para transitar las últimas semanas antes de las elecciones, el Banco Central recurrió a nuevas regulaciones.

Las últimas semanas no sólo han sido turbulentas en el frente cambiario: los precios de los bonos argentinos sufrieron importantes caídas entre principios de octubre y principios de noviembre, llevando el riesgo país a tocar niveles máximos desde la reestructuración de la deuda en septiembre 2020. Las mayores restricciones cambiarias son sólo una de las causas del mencionado deterioro de las paridades de los bonos argentinos. Otra de ellas es la falta de visibilidad sobre un programa macroeconómico sólido de cara a los próximos años.

Durante todo el mes pasado, los mercados estuvieron recibiendo señales opacas respecto del grado de avance del acuerdo con el FMI. En las últimas semanas se hicieron públicas declaraciones poco prometedoras por parte de distintos referentes de la coalición gobernante, y las reuniones en el marco del G20 con Kristalina Georgieva y el staff técnico del Fondo no lograron tranquilizar al mercado. El foco del Gobierno parece más puesto en cuestiones como la negociación de los sobrecargos que debe pagar Argentina o el canje de acciones climáticas por deuda, en lugar de la formulación de una hoja de ruta para corregir los desequilibrios de la macroeconomía argentina.

El tiempo apremia, dado que en marzo del año que viene Argentina enfrenta vencimientos abultados con organismos internacionales, particularmente con el FMI. Habrá que ver si, una vez pasadas las elecciones legislativas las negociaciones con el Fondo se pueden encaminar, para lo cual será clave observar el reordenamiento de las fuerzas que componen el Frente de Todos. Dentro de la coalición de gobierno se encuentran también englobados los gobernadores e intendentes peronistas, cuyos intereses no necesariamente son idénticos a los de la cúpula de la coalición. Estamos en la recta final de este largo proceso electoral, tras el cual empezaremos a ver qué se oculta detrás del telón.

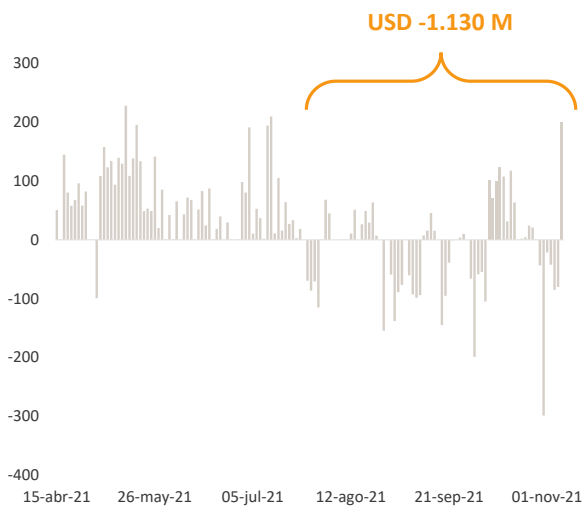
PRESIONES EN LA RECTA FINAL

Ante las crecientes presiones cambiarias, traducidas en una mayor demanda de divisas por parte de los importadores en el MULC e intervenciones del Banco Central en el mercado de valores, el 5 de octubre por la tarde se anunciaron nuevas restricciones con la intención de revertir el drenaje de Reservas Internacionales. Por un lado, el BCRA limitó el acceso a la compra de dólares para el pago de importaciones anticipadas hasta el 31 de octubre, pasando a efectuarse recién a partir del despacho a plaza de los bienes adquiridos en el exterior. Por el otro, la CNV estableció un límite de 50.000 nominales semanales para la venta de valores negociables denominados en dólares y emitidos bajo ley local con liquidación en moneda extranjera en el segmento prioridad precio-tiempo. Esta medida estuvo destinada a segmentar aún más que antes las operaciones el mercado de valores (separando compradores minoristas de compradores institucionales y de empresas).

En las ruedas posteriores a la publicación de las regulaciones mencionadas, la entidad monetaria volvió a comprar divisas en el mercado de cambios (USD 502 en la primera semana post nuevas regulaciones), alcanzando niveles de compras diarias que no se veían desde mediados de julio. Esto logró más que revertir lo sucedido durante las cinco ruedas previas a las nuevas medidas, en las que el BCRA había sostenido una postura vendedora neta en el mercado de cambios por USD 483 M. Si bien el ritmo comenzó a mermar a medida que avanzó el mes, el BCRA logró sostener esta postura compradora, llegando a adquirir un total de USD 768 M entre el 6 y el 26 de octubre. A su vez, tras la implementación de las nuevas regulaciones, el volumen operado de AL30 se redujo fuertemente, pasando de casi USD 50 M por día a sólo USD 12 M. En la misma línea, el volumen operado se mantuvo en niveles promedio de USD 15 M hasta la última semana del mes. Con las medidas implementadas, las Reservas del Banco Central volvieron a superar la marca de los USD 43.000 M.

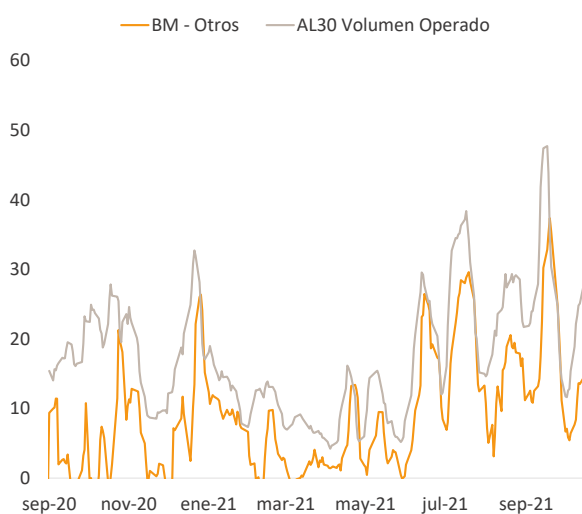
Sin embargo, este respiro no duró mucho, ya que a fines de octubre las presiones cambiarias volvieron a superar el poder de contención de los controles impuestos. En los últimos días del mes, el Banco Central tuvo que volver a vender divisas al sector privado (USD 342 en las últimas dos ruedas de octubre), mientras que el volumen operado de AL30 se incrementó a un promedio de USD 25 M diarios. A comienzos de noviembre, la tendencia continuó: las ventas al sector privado se moderaron, pero persistieron (sumando unos USD 229 M diarios en la primera semana del mes, de acuerdo con datos de operadores

Compraventa Divisas BCRA al Sector Privado
En USD millones

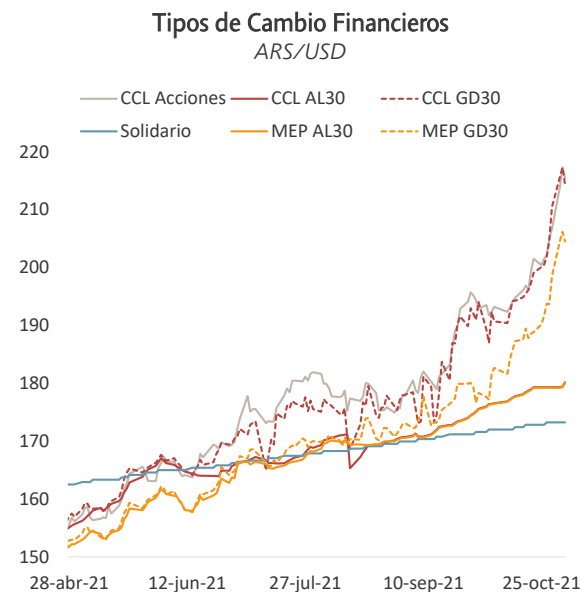


Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y datos de mercado

Ventas BCRA en Mercado de Valores y Volumen AL30
En USD millones @CCL | Media móvil 5 días



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



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

de mercado), a la vez que el volumen operado de AL30 siguió incrementándose, llegando a más de USD 40 diarios. En paralelo, las cotizaciones financieras del tipo de cambio implícitas de operar con GD30, donde hay un menor nivel de intervención por parte de la entidad monetaria en comparación con el tipo de cambio con AL30, se dispararon. El MEP GD30 subió 5,6% entre el 27 de octubre y el 3 de noviembre, alcanzando los ARS/USD 204. En el caso del CCL GD30, el aumento fue de 6,2%, tocando los ARS/USD 214. De esta manera, las brechas entre estas cotizaciones y el tipo de cambio oficial treparon holgadamente por encima del 100%. Vale la pena destacar que las cotizaciones implícitas de operar con AL30 sólo subieron 0,5% en la misma semana, gracias a la intervención del BCRA.

En una señal de preocupación respecto de la dinámica menguante de las Reservas, el jueves 4 de noviembre el Banco Central impidió a las entidades bancarias incrementar su posición de contado de moneda extranjera hasta fin de mes. De acuerdo con la nueva regulación, los bancos deberán mantener hasta fines de noviembre su posición en el menor nivel que surja de: i) la posición promedio de octubre y ii) la posición al 4 de noviembre. En la práctica, esto obligó a varios bancos a tener que salir a vender divisas el pasado viernes para adecuarse.

En consecuencia, en la rueda del viernes 5 de noviembre el Banco Central habría logrado adquirir USD 200 M al sector privado, revirtiendo parcialmente las ventas acumuladas en los primeros días del mes. Si bien esta semana podrían seguir viéndose ventas por parte de entidades bancarias que buscan adecuarse a la nueva regulación, lo cierto es que el efecto de la norma no resuelve el verdadero origen de las mayores presiones cambiarias, por lo que esperamos que el efecto sea transitorio.

Mientras tanto, el Gobierno volvió a recurrir a una vieja receta para intentar contener la inflación (en septiembre, la variación de precios se aceleró, marcando un 3,5% mensual). El 20 de octubre la Secretaría de Comercio Interior publicó la Resolución 1050/21, mediante la cual se decretó la reversión los precios de más de 1.400 productos a sus niveles del 1 de octubre. Estos precios, que según el Ministerio de Producción se redujeron en 7,6%, quedarán congelados hasta principios de 2022. No obstante, de acuerdo con mediciones privadas, su efecto sobre la caída de los precios durante la última semana de octubre fue sustancialmente menor al de la canasta de bienes congelados; la inflación de octubre cerraría entre 3% y 3,5%, según mediciones privadas. Eventualmente, podría verse un mayor

impacto sobre la inflación de noviembre, el cual de todos modos podría verse contrarrestado por aumentos por parte de otros bienes y servicios. Con el mismo espíritu, el 4 de noviembre la Secretaría de Comercio Interior anunció un principio de acuerdo con las principales farmacéuticas del país para retrotraer los precios de todos los medicamentos al 1 de noviembre y se mantendrían inalterados hasta el 7 de enero de 2022.

Por último, vale la pena mencionar que en la última semana se flexibilizó parcialmente la norma que restringía el acceso a los importadores al mercado de cambios para pagar compras de manera anticipada. A partir del 1 de noviembre, los insumos que se importen para ser utilizados en la elaboración de bienes en el país podrán ser abonados en puerto de origen, aunque con un límite. El monto máximo estará determinado por el promedio del valor de las importaciones totales que se realizaron en los últimos doce meses. Esta reversión parcial busca reducir los problemas para producir que el cierre de importaciones trae aparejados, lo cual a su vez se traduce en un techo a la recuperación económica y en mayores presiones sobre los precios domésticos. En el juego de la “sábana corta”, estas idas y vueltas son frecuentes, ya que buscan neutralizar los efectos de las diferentes restricciones implementadas.

¿SE DESPEJA LA INCERTIDUMBRE POST ELECCIONES?

Las últimas semanas no sólo han sido turbulentas en el frente cambiario: los precios de los bonos argentinos sufrieron importantes caídas entre principios de octubre y principios de noviembre, llevando el riesgo país a tocar sus niveles máximos desde la reestructuración de la deuda en septiembre 2020. Por caso, los bonos en dólares Ley New York cayeron en promedio 6,03% entre el 1 de octubre y el 5 de noviembre, por lo que el riesgo país pasó de 1.610 a 1.733 puntos básicos en el mismo período. Las mayores restricciones cambiarias son sólo una de las causas del mencionado deterioro de las paridades de los bonos argentinos. Otra de ellas es la falta de un programa macroeconómico sólido de cara a los próximos años, tal y como aseverara el candidato a embajador de Estados Unidos en Argentina, Marc Stanley a mediados de octubre.

Durante todo el mes pasado, los mercados estuvieron recibiendo señales opacas en relación con el grado de avance del Acuerdo con el FMI. Por un lado, en las últimas semanas se ha escuchado a representantes de la coalición gobernante hacer afirmaciones poco prometedoras respecto de las

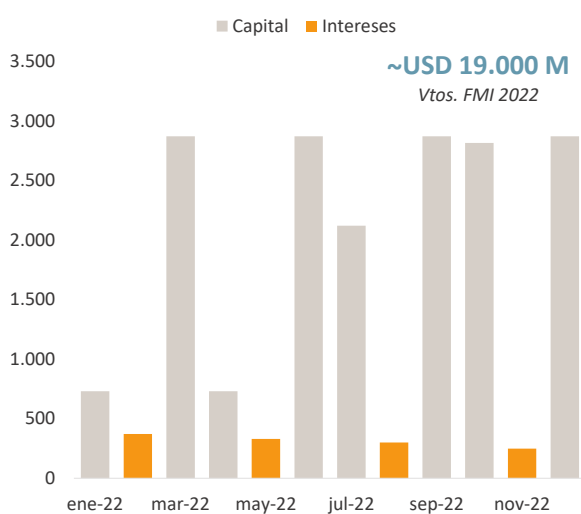
negociaciones con el FMI. El propio presidente afirmó, en un evento político en conmemoración de la muerte del expresidente Néstor Kirchner, que "si todavía no cerramos el acuerdo con el FMI es porque no nos vamos a arrodillar por pagar una deuda". Máximo Kirchner ya había arremetido contra el Fondo días antes en un acto en el que participaron las organizaciones sociales y los movimientos populares que integran al Frente de Todos, pidiendo explicaciones al organismo por el préstamo desembolsado en 2018. Al mismo tiempo, La Cámpora publicaba en redes sociales un video que expresaba la intención de no pagar la deuda al FMI.

Por su parte, el presidente Alberto Fernández y el ministro de Economía Martín Guzmán viajaron a fines de octubre a Roma para participar del G20. Allí mantuvieron reuniones con la directora del FMI, Kristalina Georgieva, y con representantes del equipo técnico del Fondo. Sin embargo, las declaraciones oficiales tras estos encuentros no brindaron mayor claridad respecto de las negociaciones con el organismo. El foco del Gobierno puesto en cuestiones como la negociación de los sobrecargos que debe pagar Argentina o en el canje de acciones climáticas por deuda, en lugar de avanzar en plantear una hoja de ruta para corregir los desequilibrios de la macroeconomía argentina, ciertamente no logran tranquilizar al mercado. De hecho, según fuentes periodísticas, la reunión sostenida el 30 de octubre en Roma entre la comitiva argentina y los principales representantes del FMI habría finalizado sin avance alguno: Kristalina Georgieva presiona para una rápida reducción del déficit fiscal, punto sobre el cual Argentina todavía se muestra reticente.

El tiempo apremia, dado que el año que viene Argentina enfrenta vencimientos con el FMI por alrededor de USD 19.000 M, a lo que se suman también obligaciones por USD 2.000 M con Club de París. El país no cuenta hoy con los dólares necesarios para hacer frente a estos vencimientos, por lo que la alternativa será renegociarlos o entrar en *default*. Habrá que ver si, una vez pasadas las elecciones legislativas y superada la necesidad de exagerar cierta retórica para consolidar el núcleo duro y reconquistar los votos que el Gobierno cree haber perdido por izquierda, las negociaciones con el FMI se pueden encaminar.

Para ello, será clave observar el reordenamiento de las fuerzas que componen el Frente de Todos. Vale la pena recordar que dentro de la coalición de gobierno se encuentran también englobados los gobernadores e intendentes peronistas, cuyos intereses no necesariamente son idénticos a los de la cúpula de

Vencimientos FMI 2022
En USD Millones



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

la coalición. La estrategia de estos jugadores, hoy a la espera del *timing* correcto para mostrarse, puede ser la de avanzar con el FMI con el propósito de reorganizar la macroeconomía argentina y así llegar a las elecciones presidenciales del 2023 con un contexto que les permita conservar una cuota de poder. Estamos en la recta final de este largo proceso electoral, tras el cual empezaremos a ver qué se oculta detrás del telón.

Economista Jefe

Diego Chameides

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

Florencia Bazet

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Josefina Dabusti

josefina.dabusti@bancogalicia.com.ar

Bruno Panighel

bruno.panighel@bancogalicia.com.ar

Estrategia

Javier Martinez Serra

javier.martinezserra@bancogalicia.com.ar

Luis María Vicien

luis.vicien@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.