

## RELOJ DE ARENA

En los últimos días se produjo una aceleración del *crawling peg* por parte del Banco Central. No obstante, los desequilibrios acumulados todavía persisten y la velocidad de los ajustes parece escasa ante una posición de Reservas que viene mermando desde hace varios meses.

Si los dólares de la cosecha fina se demoran en ingresar y la demanda de divisas sigue presionando, la entidad monetaria tendrá que tomar alguna nueva medida. El elevado número de restricciones cambiarias ya implementadas, con efectividad marginal decreciente, y en un contexto de negociaciones con el FMI nos hace pensar que más temprano que tarde se deberá revisar la velocidad de la corrección tipo de cambio, junto con modificaciones al diseño del mercado cambiario.

Respecto del Acuerdo con el FMI, la discusión entre el Gobierno y el Fondo parece avanzar a paso lento, teniendo en cuenta que recién a principios de diciembre una comitiva de funcionarios argentinos viajó a Washington para sentarse a negociar detalles con el *staff* técnico del FMI. Pero si recién ahora se están negociando aspectos concretos con el FMI, ¿cuánto falta entonces para llegar a un Acuerdo? Los tiempos no son tan rápidos: una vez pactados los detalles técnicos, el Acuerdo será enviado para ser analizado y aprobado por el Congreso argentino. En caso de que el Acuerdo planteado sea aprobado por Legislativo, ahí será el turno del *Board* del FMI de darle el *ok* final.

Este proceso coexistirá en las próximas semanas con el debate y eventual aprobación del Presupuesto 2022 y con la presentación del Plan Plurianual. Aunque parece que Acuerdo con el FMI, Presupuesto 2022 y Plan Plurianual son parte de un todo, cada uno de ellos representa algo diferente, en donde juegan un rol distintos actores relevantes.

La aprobación del Presupuesto 2022 no está garantizada, pero es el desafío más asequible para el gobierno, dados los incentivos de la oposición. Sin embargo, esta sabe que el Acuerdo con el FMI marcará el rumbo de la economía argentina de los próximos años. En 2023 habrá elecciones presidenciales, por lo que debería favorecer un Acuerdo que proponga corregir los desequilibrios macro lo antes posible. El Gobierno, en cambio, pretenderá minimizar el costo político de medidas impopulares, pero consciente de que la inacción puede llevarlo a un escenario que lo deje aun en peores condiciones para intentar revalidar su mandato dentro de dos años. La forma y los tiempos finales del Acuerdo dependerán en buena medida de cómo los diferentes actores involucrados interpreten los costos y los beneficios asociados.

## ¿CÚAL ES LA ESTRATEGIA CAMBIARIA?

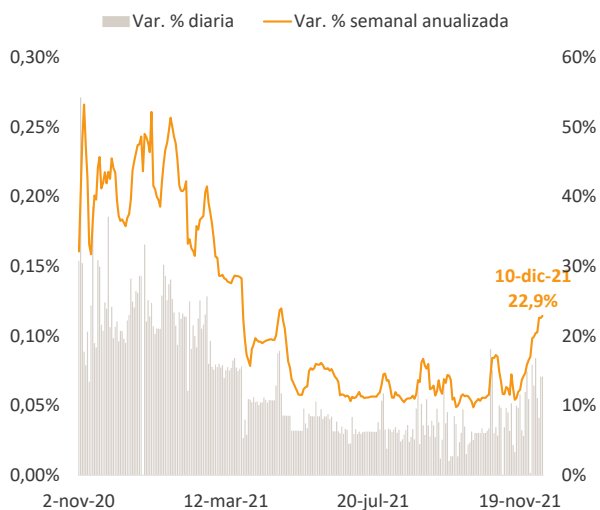
Durante varios meses, el Banco Central adoptó una política cambiaria que consistió en "microevaluaciones" diarias que dieron lugar a un *crawling peg* de alrededor del 1% mensual, varios puntos por debajo de la inflación local. Esto provocó un significativo atraso cambiario, exacerbado además por la depreciación de las monedas emergentes. En detalle, el Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) se retrajo 18% desde principios de año, llevándolo a valores que no se observaban desde mayo de 2018. Mientras tanto, la brecha cambiaria se mantuvo en torno al 100%, poniendo presión adicional sobre la demanda neta de divisas (incrementos en los pagos de importaciones, aumento de los consumos con tarjeta de crédito en el exterior, mayor demanda de dólar ahorro, entre otros) que el Banco Central intentó acotar mediante un número creciente de restricciones cuantitativas.

Se esperaba que la dinámica del peso se mantuviera hasta las elecciones (el atraso cambiario suele ayudar a mantener acotada la inflación y mejora el poder de compra), pero con la expectativa de que luego se produciría alguna alteración en la política cambiaria. Sin embargo, si bien se ha verificado una aceleración marginal del *crawling peg*, con un tipo de cambio que ahora avanza a un ritmo anualizado de más del 20%, en lugar del anterior 10%, lo cierto es que los desequilibrios acumulados persisten. Esto preocupa, dado que las Reservas del Banco Central vienen mermando desde hace varios meses. De hecho, durante las últimas semanas ha cobrado relevancia el saldo de Reservas Netas con las que cuenta la entidad monetaria; es decir, el poder de fuego que la entidad monetaria tiene para satisfacer la demanda de divisas. La pregunta relevante y difícil de responder es ¿cuántas divisas posee efectivamente el Banco Central?

De acuerdo con la información que envía la entidad todos los meses al FMI, las Reservas en moneda extranjera en divisas convertibles ascendían a fines de octubre (último dato oficial disponible) a USD 35.793 M, mientras que las Reservas Brutas sumaban USD 42.817 M. Del balance semanal de la entidad monetaria se desprende que las Reservas en divisas convertibles se habrían contraído a alrededor USD 34.500 M para fines de noviembre. Si a este *stock* le restamos los encajes correspondientes a los depósitos en moneda extranjera (equivalentes a cerca de USD 11.400 M), el *swap* con China (valuado en alrededor de USD 20.430 M) y líneas de crédito con el BIS (unos USD 3.150 M), y sumando la tenencia de Derechos Especiales de Giro y de oro, equivalentes a USD 2.950 M y a

### Tipo de Cambio Nominal

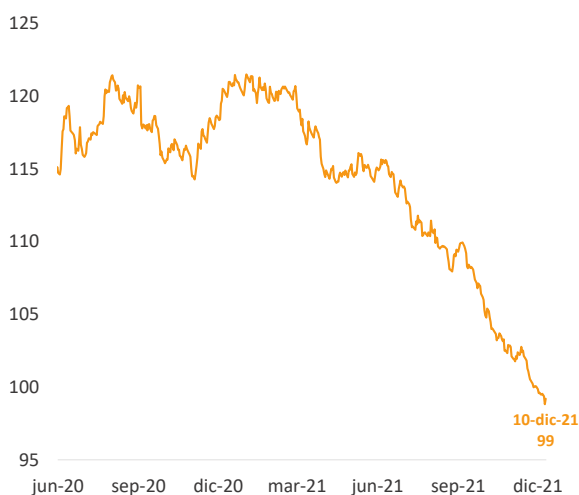
Var. % diaria | Var. % semanal anualizada (TNA)



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

### Tipo de Cambio Real Multilateral

ARS/USD | Índice 17-dic-15 = 100



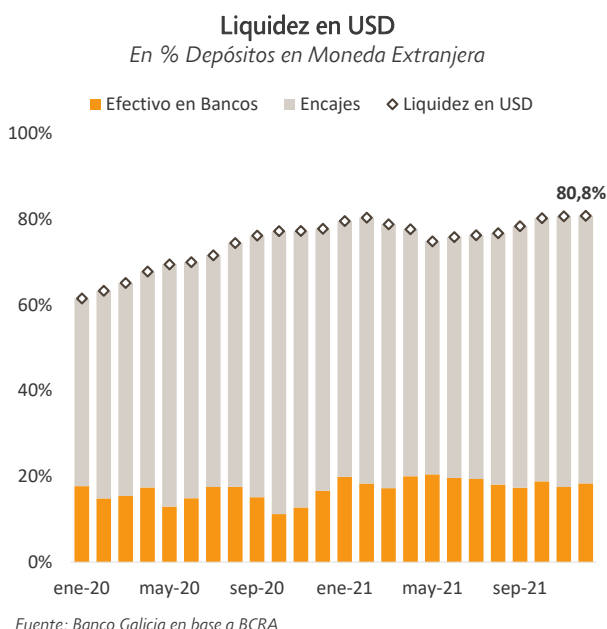
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

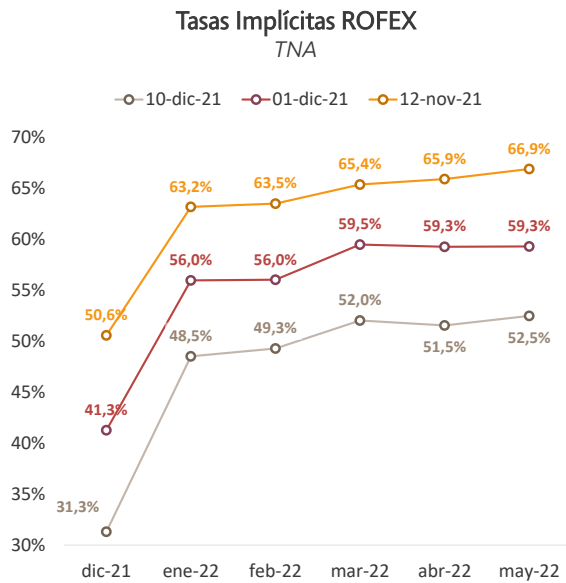
USD 3.520 M, respectivamente, (dado que ambos conceptos son fácilmente convertibles a dólares) entonces las Reservas propias de la entidad monetaria ascenderían a unos USD 6.000 M. Vale la pena destacar que nuestra asignación de DEG suma en realidad USD 7.100 M, pero que una parte importante ya ha sido utilizada.

Este monto es exiguo (menos de 1,3% del PBI), dado que equivale a poco más de un mes de pagos de importaciones, cuyo promedio mensual del último año fue de casi USD 4.800 M. A ello hay que sumarle la demanda neta que representan los viajes (pasajes, hotelería, excursiones, y demás) y las compras con tarjeta de crédito en moneda extranjera, que en el último año sumaron más de USD 2.000 M. La escasez de Reservas de libre disponibilidad y la creciente flexibilización de los viajes al exterior ponen en contexto la decisión del Banco Central de restringir la financiación en cuotas de compras de pasajes y servicios turísticos en el exterior pagados con tarjeta de crédito cobra sentido (Comunicación "A" 7407 del 25 de noviembre), pese a que el turismo representa actualmente una salida de sólo USD 265 M por mes.

Otra medida reciente fue la de recortar la Posición Global Neta (PGN) en moneda extranjera de las entidades bancarias, de modo que ésta no supere el 0% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) del mes. La normativa obligó a los bancos a ajustar su *stock* de dólares propios, pero también tuvo un efecto no deseado: la medida dio lugar a malinterpretaciones y temores del público sobre los depósitos en dólares, provocando un fuerte retiro durante la semana entre el 29 de noviembre y el 3 de diciembre. Los depósitos cayeron en USD 200 M tanto el lunes como el martes de esa semana, pero luego fue mermando para cerrar el viernes con una baja de sólo USD 40 M. Así, el saldo de depósitos en dólares pasó de casi USD 15.800 M a menos de USD 15.200 M en una semana y media. Al respecto, vale la pena destacar que la liquidez en moneda extranjera del sistema bancario (encajes y efectivo en bancos) supera el 80%, con los depósitos privados exhibiendo una liquidez de casi el 100%.

Recientemente, el presidente del Banco Central afirmó que "en la medida en que lo permita el proceso inflacionario, el Banco Central va a cambiar el paso devaluatorio" evidenciado hasta





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

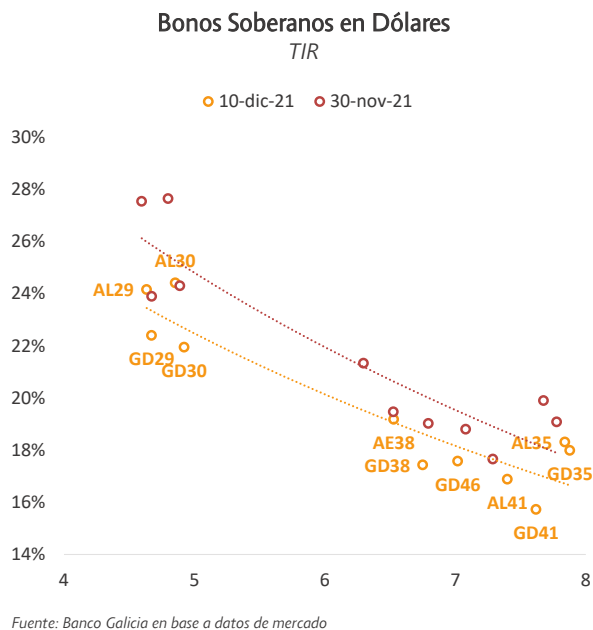
ahora. La expresión parece haber sido interpretada por el mercado como una confirmación de que el Banco Central intentará sostener la actual política cambiaria durante un tiempo más: la curva de contratos de futuros se comprimió durante las últimas semanas en 710 puntos básicos. Sin embargo, el mercado sigue *priceando* alguna aceleración del ritmo de variación del tipo de cambio, basándose en el escaso margen de maniobra de la entidad monetaria que resulta del bajo *stock* de Reservas. Por caso, la tasa implícita de los contratos a febrero se ubica actualmente en torno al 48%. Si bien es menor al 56% de principios de diciembre, sigue siendo bastante mayor al actual ritmo de 20% al cual avanza el tipo de cambio oficial.

La aceleración del ritmo devaluatorio y las declaraciones de Pesce llevan a preguntarse qué rol jugará la tasa de interés en pesos. Con una BADLAR virtualmente estable en 34% hace más de un año y la dinámica mencionada del tipo de cambio oficial, los incentivos a liquidar divisas por parte de los exportadores caen. Si los dólares de la cosecha fina se demoran en ingresar y la demanda de divisas sigue presionando, la entidad monetaria tendrá que tomar alguna nueva medida. Un elevado número de restricciones cambiarias ya implementadas, con efectividad marginal decreciente, y en un contexto de negociaciones con el FMI nos hace pensar que más temprano que tarde se deberá revisar la velocidad de la corrección tipo de cambio, junto con modificaciones al diseño del mercado cambiario (no descartamos un desdoblamiento formal).

### ACUERDO CON EL FMI: IDAS Y VUELTAS

Las elecciones legislativas tuvieron lugar hace un mes y todavía no se ha respondido al interrogante que está en cabeza de todos: ¿cuándo se firmará el nuevo Acuerdo con el FMI? Se asume, de manera implícita, que efectivamente habrá algún tipo de Acuerdo; la alternativa (incurrir en *arrears* o cesación de pagos con el Fondo) sería excesivamente costosa para la economía del país, encareciendo el costo de fondeo para las empresas privadas y generando dificultades para obtener financiamiento por parte de organismos multilaterales como el Banco Mundial, la CAF, el BID, entre otros. Hoy en día, la discusión entre el Gobierno y el FMI parece avanzar a paso lento, teniendo en cuenta que recién a principios de diciembre una comitiva de funcionarios argentinos viajó a Washington para sentarse a negociar detalles con el *staff* técnico del FMI.

Entre esta misión y el discurso postelectoral del presidente Alberto Fernández (en el que había afirmado que durante la primera semana de diciembre se estaría enviando al Congreso



un acuerdo plurianual que contuviera “los mejores entendimientos alcanzados con el FMI”) pasaron un par de semanas sin avances concretos para exhibir en público. Si bien durante ese tiempo existieron declaraciones respecto de la voluntad de acordar, tanto por parte de voceros del Gobierno como del FMI, lo cierto es que los mercados no reaccionaron hasta que no se vio la señal tangible que representó el mencionado viaje a Washington. De hecho, tras conocerse esto, los precios de los bonos soberanos en moneda extranjera se recuperaron un 11,5% en promedio entre fines de noviembre y el viernes de la semana pasada, incluyendo una *overperformance* en aquellos con legislación local (+13,1%).

Pero si recién ahora se están negociando aspectos concretos con el FMI, ¿cuánto falta entonces para llegar a un Acuerdo? Los tiempos no son tan rápidos, ya que hay una serie de pasos burocráticos que habrá que dar: una vez pactados los detalles técnicos (criterios específicos que luego el FMI evaluará si se cumplen en las revisiones periódicas que realice), el Acuerdo será enviado para ser analizado y aprobado por el Congreso argentino. Esta instancia existe desde que se sancionara la Ley 27.612 en marzo de este año, en la cual se estableció que las negociaciones en materia de deuda pública con cualquier tipo de financiación internacional deben contar con el aval del Congreso. En caso de que el Acuerdo planteado sea aprobado en la legislatura, ahí será el turno del *Board* del FMI de darle el *ok* final.

Este proceso coexistirá en las próximas semanas con el debate y eventual aprobación del Presupuesto 2022 (Martín Guzmán se presentará hoy a defenderlo en Diputados, con la expectativa de que sea aprobado por la Cámara este jueves) y con la presentación del plan plurianual. Aunque parece que Acuerdo con el FMI, Presupuesto 2022 y Plan Plurianual son parte de un todo, cada uno de ellos representa algo diferente, en donde juegan un rol distintos actores relevantes.

En el caso del Presupuesto 2022, se trata de una herramienta de gestión que no necesariamente incluirá aspectos acordados con el FMI. Si bien se especula con que en el Presupuesto pueden llegar a darse a conocer proyecciones de variables macroeconómicas para el año que viene, *a priori* éste no aportaría demasiada información respecto de la hoja de ruta de mediano plazo (algo que sí debería estar presente en el Acuerdo que se firme con el organismo internacional). Respecto de los actores involucrados, la puja será entre el Gobierno y la oposición, mientras que el FMI quedará fuera de esta discusión. La oposición suele tener incentivos para que la Ley de

Presupuesto se apruebe ya que, si esto no sucede, el Gobierno deberá usar el del año previo. En una economía con una inflación que supera el 50% anual, el uso de un presupuesto de años anteriores implica que quedaría una parte significativa de los recursos sin afectar a erogaciones específicas, derivando en un incremento del gasto discrecional. Por esta razón, sólo en contados casos se ha dado que no se llegue a aprobar la Ley de Presupuesto.

Con relación al Plan Plurianual, éste parece ser una jugada del Gobierno para buscar presionar a la oposición más que un documento vinculante o un compromiso explícito. Todavía no ha ingresado en la mesa de entradas del Congreso, a pesar de que ya estamos entrando en la segunda mitad de diciembre. ¿Se tratará en conjunto con el Presupuesto 2022? ¿Cuál es su propósito, si luego se discutirá en el Congreso el Acuerdo que se alcance con el *staff* técnico del FMI? No queda del todo claro qué objetivo persigue. De todos modos, sigue siendo más relevante el Acuerdo con el Fondo que el Plan Plurianual. Será crucial no solamente conocer su contenido, si no ver qué estrategia adopta la oposición cuando el Acuerdo se debata en el Congreso: qué sendero fiscal se proponga y qué medidas se adopten para alcanzarlo (el Gobierno viene hablando de no recortar gasto sino de incrementar los ingresos vía crecimiento y una recaudación más progresiva) y las metas de acumulación de Reservas Internacionales serán los principales puntos para analizar. De allí podría inferirse qué compromiso se asumirá respecto de la brecha cambiaria y de los controles de capitales.

La oposición sabe que todo esto definirá el rumbo de la economía argentina de los próximos años, y en 2023 habrá elecciones presidenciales, por lo que tiene incentivos a favorecer un Acuerdo que proponga corregir los desequilibrios macro lo antes posible. El Gobierno, en cambio, pretenderá minimizar el costo político de medidas impopulares, pero consciente de que la inacción puede llevarlo a un escenario que lo deje aun en peores condiciones para intentar revalidar su mandato dentro de dos años. La forma y los tiempos finales del Acuerdo dependerán en buena medida de cómo los diferentes actores involucrados interpreten los costos y los beneficios asociados.

## 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

**Rodrigo Pereyra**

rodrigo.pereyra@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.*